



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Fundamentální analýza akcií společnosti UNIPETROL, a. s.  
Stock Fundamental Analysis of UNIPETROL, a. s.

Student:

Bc. Andrea Majerová

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Martina Novotná, Ph.D.

Ostrava 2015

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Andrea Majerová**  
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6202T010 Finance  
Téma: **Fundamentální analýza akcií společnosti UNIPETROL, a. s.**  
**Stock Fundamental Analysis of UNIPETROL, a. s.**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Podstata fundamentální analýzy
  3. Globální a odvětvová analýza
  4. Stanovení vnitřní hodnoty akcií společnosti UNIPETROL, a. s.
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

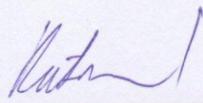
KOLLER, T., M. GOEDHART and D. WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken: Wiley, 2010. ISBN 978-0-470-42465-0.  
McMILLAN, M. G., J. E. PINTO, W. L. PIRIE and G. Van de VENTER. *Investments: Principles of Portfolio and Equity Analysis*. Hoboken: Wiley, 2011. ISBN 978-0-470-91580-6.  
MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

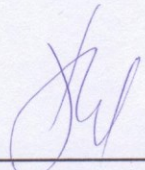
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Martina Novotná, Ph.D.**

Datum zadání: 21.11.2014

Datum odevzdání: 25.04.2015

  
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty



Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne 20. dubna 2015

.....Andrea Majerová.....

Bc. Andrea Majerová

Na tomto místě bych ráda věnovala své poděkování Ing. Martině Novotné, Ph.D. za její cenné připomínky, odborné rady a doporučení, ochotu a čas, které věnovala této diplomové práci a kterými rovněž přispěla k vytvoření této diplomové práce.

# OBSAH

<b>1</b>	<b>Úvod.....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Podstata fundamentální analýzy .....</b>	<b>6</b>
2.1	Globální analýza .....	6
2.1.1	Reálný výstup ekonomiky .....	7
2.1.2	Inflace.....	7
2.1.3	Úrokové míry .....	7
2.1.4	Peněžní zásoba .....	8
2.1.5	Devizové kurzy .....	8
2.2	Odvětvová analýza .....	8
2.2.1	Životní cyklus odvětví.....	9
2.2.2	Citlivost odvětví na hospodářský cyklus.....	10
2.2.3	Tržní struktura odvětví .....	10
2.2.4	Regulace odvětví .....	11
2.3	Finanční analýza .....	11
2.3.1	Poměrová ukazatele.....	12
2.3.2	Predikční modely hodnotící finanční úroveň .....	16
2.4	Metody stanovení vnitřní hodnoty akciového instrumentu .....	18
2.4.1	Cash flow modely.....	18
2.4.2	Dividendové diskontní modely .....	19
2.4.3	Ziskové modely .....	20
2.4.4	Bilanční modely .....	21
2.4.5	Historické modely .....	22
2.4.6	Vstupní parametry .....	23
2.5	Analýza citlivosti.....	26
2.6	SWOT analýza.....	26
<b>3</b>	<b>Globální a odvětvová analýza.....</b>	<b>27</b>
3.1	Globální analýza .....	27
3.1.1	Reálný výstup ekonomiky .....	27
3.1.2	Nezaměstnanost.....	29
3.1.3	Inflace.....	31
3.1.4	Úrokové míry .....	33
3.1.5	Peněžní zásoba .....	36
3.1.6	Devizové kurzy .....	37
3.1.7	Celkové zhodnocení makroekonomické situace .....	38
3.2	Odvětvová analýza .....	39

3.2.1	Analýza trhu s ropou .....	40
3.2.2	Charakteristika rafinérského průmyslu v České republice.....	45
3.2.3	Distribuce a prodej ropných produktů.....	48
3.2.4	Charakteristik petrochemického průmyslu v České republice.....	48
3.2.5	Regulace a dohled v odvětví .....	49
3.2.6	Tržní struktura odvětví .....	51
3.2.7	Konkurenční prostředí.....	51
3.2.8	Vstup do odvětví .....	52
3.2.9	Citlivost odvětví na hospodářský cyklus.....	54
3.2.10	Očekávaný vývoj rafinérského a petrochemického odvětví .....	55
<b>4</b>	<b>Stanovení vnitřní hodnoty akcií společnosti UNIPETROL, a. s. ....</b>	<b>57</b>
4.1	Charakteristika společnosti UNIPETROL, a. s. ....	57
4.1.1	Základní údaje o společnosti .....	59
4.1.2	Předmět činnosti skupiny UNIPETROL .....	60
4.1.3	Vlastnická struktura.....	61
4.1.4	Organizační struktura .....	63
4.1.5	Dividendová politika .....	64
4.1.6	Investiční politika .....	65
4.1.7	Strategie a výhled do budoucna .....	65
4.1.8	Základní údaje o akciích UNIPETROL .....	66
4.1.9	Finanční analýza.....	69
4.2	Stanovení vnitřní hodnoty akcií společnosti UNIPETROL, a. s. ....	79
4.2.1	Stanovení vstupních parametrů .....	80
4.2.2	Cash flow modely.....	92
4.2.3	Ziskové modely .....	93
4.2.4	Bilanční modely .....	95
4.2.5	Historické modely .....	95
4.3	Analýza citlivosti.....	97
4.4	SWOT analýza.....	99
4.5	Shrnutí dosažených výsledků .....	101
<b>5</b>	<b>Závěr.....</b>	<b>105</b>
	<b>Seznam použité literatury.....</b>	<b>107</b>
	<b>Seznam použitých zkratk.....</b>	<b>111</b>
	<b>Prohlášení o využití výsledků diplomové práce</b>	
	<b>Seznam příloh</b>	
	<b>Přílohy</b>	

# 1 Úvod

Systém finanční trhů umožňuje přemístění přebytečných peněžních prostředků k deficitním jednotkám, a to prostřednictvím obchodování s finančními instrumenty, mezi které se rovněž řadí i akcie. Akcie jsou majetkovým cenným papírem, které svým ztělesněním přenášejí na jeho vlastníka práva a povinnosti. Pohyby akciových titulů již řadu staletí přitahují pozornost analytiků a investorů, kteří se snaží nalézt podhodnocený akciový titul na akciovém trhu tak, aby po jeho zhodnocení dosáhly kapitálového zisku. Nicméně investování do akcií sebou přináší i rizika, jako jsou ztráty výběrem nevhodného instrumentu. Pomocí rozsáhlých analytických aparátů se analytici snaží vysvětlit minulé a současné pohyby akciových kurzů a na základě zjištěných poznatků dále odhadují budoucí vývoj kurzů akciových instrumentů. V současné době již existuje řada metod a přístupů sloužících k analýze investičních instrumentů, mezi které se mimo jiné řadí i fundamentální analýza.

Cílem této diplomové práce je prostřednictvím jednotlivých metod a postupů fundamentální analýzy posoudit akcie společnosti UNIPETROL, a. s. jako vhodnou investici ke zhodnocení investovaných peněžních prostředků.

Tato práce je rozvržena do pěti kapitol, přičemž tři jsou stěžejními kapitolami.

V teoretické části je popsána problematika fundamentální analýzy, a to postupem shora, který je dále aplikován v následujících částech. Při provádění fundamentální analýzy postupem shora je nejprve věnována pozornost globální analýze a následně odvětvové a poté firemní analýze. Teoretická část je zaměřena na charakteristiku dílčích částí fundamentální analýzy, které jsou posléze aplikovány na zvolenou společnost.

V rámci třetí kapitoly je aplikována globální a odvětvová analýza, tedy je proveden rozbor ekonomického prostředí a daného odvětví, ve kterém společnost UNIPETROL, a. s. působí.

Čtvrtá kapitola je nejprve zaměřena na firemní fundamentální analýzu vybraného podniku UNIPETROL, a. s., která rovněž zahrnuje finanční analýzu. Dále jsou aplikovány dílčí modely za účelem stanovení vnitřní hodnoty akcie zvoleného podniku. Pomocí analýzy citlivosti je posouzena citlivost vnitřní hodnoty vybrané akcie na změnu jednotlivých veličin. Následně je provedena SWOT analýza podniku, ve které jsou zhodnoceny silné a slabé stránky společnosti i příležitosti a hrozby pro podnik. V závěru práce je na základě aplikovaných dílčích metod a postupů jednotlivých částí fundamentální analýzy učiněno investiční doporučení ohledně možnosti investování do akciového titulu společnosti UNIPETROL, a. s.



## 2 Podstata fundamentální analýzy

Fundamentální analýza je obecně považována za analytický přístup sloužící k objasnění tržních kurzových pohybu akciových instrumentů, který je celosvětově považován za nejkompexnější a nejoblíbenější. Mimo jiné je možné nejen akcie, ale i další finanční instrumenty a komodity, analyzovat prostřednictvím jiných metod, např. technické a psychologické analýzy. *Technická analýza* se, ve srovnání s fundamentální analýzou, zaměřuje pouze na historická tržní data, na základě kterých se snaží odhadnout budoucí trend a kurzový pohyb prostřednictvím studia grafů. *Psychologická analýza* je značně odlišná od předešlých dvou, jelikož nejsou jejím výchozím bodem podložená data, ale dle jejího principu vychází z lidské psychiky a chování investorů.

Rozměr fundamentální analýzy je mnohem širší, jelikož jejím záměrem je detailně analyzovat faktory a události z oblasti podnikového hospodářství, politiky, ekonomiky, sociální sféry, geografie, demografie a dalších. Na základě těchto faktorů lze fundamentální analýzu realizovat na třech úrovních, kterými je *globální fundamentální analýza*, *odvětvová fundamentální analýza* a *firemní fundamentální analýza*. Přičemž fundamentální analýza dané akcie může být uskutečňována v tomto pořadí a jedná se o fundamentální analýzu cestou shora, nebo v opačném pořadí a tato fundamentální analýza je prováděna cestou zdola.

Jejím cílem je odhadnout co nejpřesněji vnitřní hodnotu tak, aby bylo zřejmé, která akcie je nadhodnocena, podhodnocena nebo správně oceněna trhem. V kompetenci fundamentální analýzy je i nalézt důvod zjištěného stavu.

V rámci analyzování daného akciového instrumentu se vychází z účetních, statistických dat a jejich prognóz zaměřené na danou akciovou společnost, odvětví nebo ekonomiku. Tyto data jsou veřejně dostupná, a to historická nebo aktuální. Fundamentální analýza je tak ovlivněna těmito daty, ale i zkušenostmi a subjektivními odhady analytika.

### 2.1 Globální analýza

Kapitálový trh je ovlivněn politickou situací dané země a s tím spjaté očekávání vývoje ekonomiky. Na základě analyzování krátkodobých a dlouhodobých budoucích makroekonomických agregátů a jejich vlivů na akciové instrumenty, lze prognózovat vývoj celého akciového trhu země. Tímto procesem se zabývá globální analýza.

Těmito významnými makroekonomickými ukazateli je reálný výstup ekonomiky, inflace, úrokové míry, peněžní zásoba, devizové kurzy, nezaměstnanost, saldo obchodní bilance, vývoj státního rozpočtu, daňové zatížení, mezinárodní pohyb kapitálu aj. Přičemž mezi vývojem

kurzů akcií a těmito makroekonomickými agregáty může nastat časový nesoulad tím, že některý z těchto ukazatelů předbíhá nebo naopak opožděně reaguje na vývoj akciového trhu.

### **2.1.1 Reálný výstup ekonomiky**

Jak tvrdí Veselá (2011) mezi vývojem reálného výstupu ekonomiky a tržními cenami akciových instrumentů, byla zjištěna pozitivní závislost. Nicméně za účelem prognózy vývoje kurzů akcií je zapotřebí rozlišovat dlouhodobý časový horizont a střednědobý. Na základě historický podkladů lze vysledovat při vzestupu ekonomiky také růst cen akcií v dlouhodobém časovém intervalu, a to díky zvyšující se životní a ekonomické úrovni. Avšak ve střednědobém horizontu byl prokázán předbíhající se vývoj akciových kurzů před reálným výstupem ekonomiky o několik měsíců. Tímto nastává problém při predikci vývoje akciového trhu. Tuto skutečnost lze vysvětlit chováním a rozhodováním investorů, kteří svou investiční aktivitu uskutečňují na základě jimi očekávaného ekonomického vývoje.

### **2.1.2 Inflation**

Vztah mezi vývojem míry inflace a tržními cenami akcií není jednoznačně identifikován a prokázán. Některé hypotézy tvrdí, že mezi těmito veličinami se vyskytuje negativní závislost, která je však zprostředkována pomocí úrokových sazeb. Při růstu míry inflace se rovněž zvyšuje hladina úrokových sazeb, čímž dojde k poklesu kurzů akcií. Negativní vliv lze také vysvětlit pomocí výnosové míry akcie, která při vzestupu inflace, způsobí neschopnost akcie udržet svou reálnou hodnotu. Jiná hypotéza tvrdí, že mezi těmito ukazateli je neutrální vztah, jelikož akciové tituly jsou schopny zabezpečit investora proti inflačním znehodnocením.

### **2.1.3 Úrokové míry**

Po podrobném historickém analyzování byl nalezen inverzní vztah mezi pohybem úrokových sazeb a tržními cenami akcií, tedy při růstu úrokových měr je vysoká pravděpodobnost poklesu akciových kurzů. Tento vztah je možné vysvětlit různě.

Primární vysvětlení je založeno na principu diskontování budoucích peněžních toků plynoucích z držby akciového instrumentu. Přičemž za diskontní veličinu je uplatňována požadovaná výnosová míra investora, na kterou působí úroveň úrokových sazeb. Zvýšili se hladina úrokových měr, roste i požadovaná míra výnosnosti investora a tím klesá současná hodnota budoucích peněžních prostředků a také kurz akciového instrumentu.

Dále lze tento vztah vysvětlit prostřednictvím trhu s dluhopisovými cennými papíry. Při růstu dluhopisových úrokových sazeb dojde k přesunu finanční prostředků z méně atraktivního akciového trhu na trh s dluhopisy. Čímž se sníží poptávka po akciích a následně i jejich cena.

Úrokové sazby rovněž ovlivňují cenu a poptávku po externích zdrojích financování. V případě zvýšení hladiny úrokových měr se sníží poptávka po externím financování ze strany podniků a vlivem úbytku investiční činnosti se sníží i zisky, čímž dojde k poklesu kurzu akcie.

#### **2.1.4 Peněžní zásoba**

Na cenu akciových titulů pozitivně působí peněžní nabídka, přičemž tuto souvislost lze vysvětlit třemi způsoby. Vztah mezi těmito ukazateli je možné objasnit prostřednictvím efektu likvidity. Při zvýšení peněžní zásoby a neměnné poptávky, investoři pocítí nadbytek likvidity, který jsou dále ochotni investovat, např. do akcií, čímž se následně zvýší cena akciových kurzů.

Druhý způsob vysvětlení je vyložen prostřednictvím transmisního mechanismu. Za předpokladu, že růst peněžní nabídky, zvýší likviditu investorů, která je následně investována na trhu s dluhopisy, dojde k růstu ceny těchto instrumentů, čímž se stanou méně atraktivní, a investoři přesunou svůj zájem na trh s akciovými tituly, které se jeví jako lukrativnější investice.

Dále lze vztah těchto ukazatelů objasnit pomocí nepřímého transmisního mechanismu a to tak, že růst peněžní nabídky, způsobí pokles úrokových sazeb a tím i nákladů na externí kapitál. Tato skutečnost podpoří investiční aktivitu firem, která sebou přinese vyšší zisky, na které akciové instrumenty reagují svým vzestupem tržních cen.

#### **2.1.5 Devizové kurzy**

I přes skutečnost, že již byl vztah vývoje devizových kurzů a akciových titulů několikrát analyzován, nebyla jednoznačně nalezena závislost mezi těmito veličinami. Nicméně kurzy měn ovlivňují ekonomickou a produkční činnost firem, ale zároveň reagují na specifické vlivy makroekonomického a globálního charakteru, které rovněž mohou působit na ceny akcií.

### **2.2 Odvětvová analýza**

Odvětvová analýza je zaměřena na zkoumání specifických rysů odvětví, které se liší svou rozlišnou citlivostí na hospodářský cyklus, mírou a dopady regulačních opatření, perspektivami dalšího vývoje nebo také mírou zisku. Jejím účelem je identifikace vlivů odvětvových indikátorů na tržby, zisky, vnitřní hodnotu a cenu akcií daného podniku. Jak uvádí

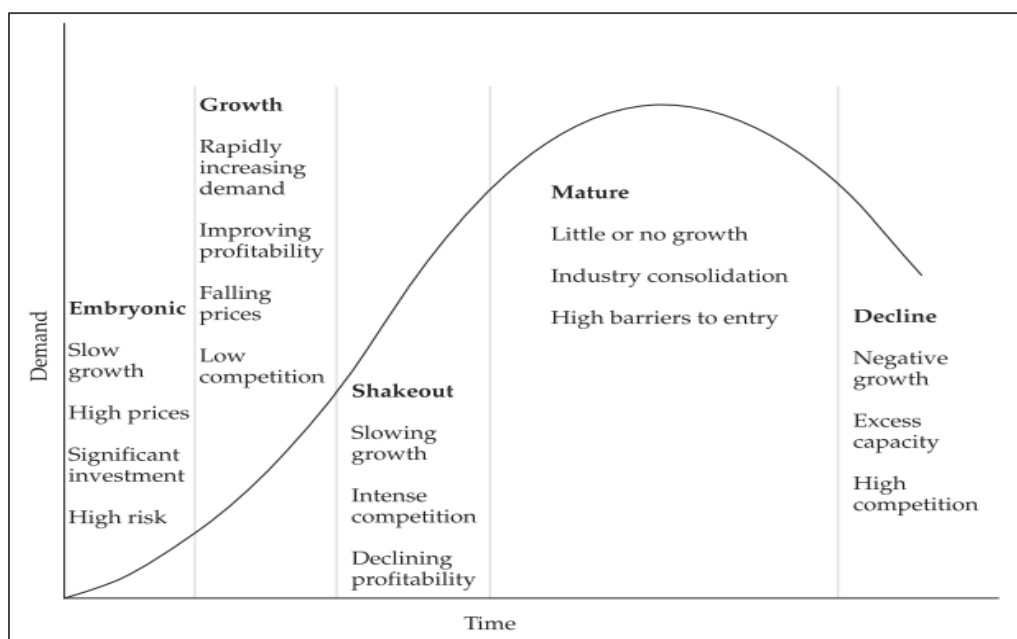
McMillan (2011), odvětvová analýza umožňuje porozumět danému odvětví, ve kterém firma působí, a poskytuje základní rámec pro analýzu konkrétní firmy.

### 2.2.1 Životní cyklus odvětví

Životní cyklus odvětví se skládá z dílčích vývojových fází, které se mohou svým rozdělením lišit dle různých faktorů. Veselá (2011) člení životní cyklus odvětví do tří fází, a to pionýrské etapy, etapy rozvoje a etapy stabilizace. McMillan (2011) více diverzifikuje životní cyklus, a to do pěti stádií, kterými je vznik, růst, otřes, zralost a úpadek. Právě životní cyklus odvětví dle McMillana (2011) je zobrazen v následujícím obrázku č. 2.1.

Nicméně autoři se shodují, že životní cyklus odvětví má významný vliv na konkurenční dynamiku a také na tržby, ziskovost i akciové kurzy.

Obr. 2.1 Životní cyklus odvětví



Zdroj: MCMILLAN, M. G., J. E. PINTO, W. L. PIRIE and G. Van de VENTER.

*Investments: Principles of Portfolio and Equity Analysis (2011, p. 398)*

Pro fázi vzniku jsou charakteristické vysoké ceny, pomalý růst na trhu a nízké objemy prodeje, a tím nedostatečné úspory z rozsahu. Firma je nucena do svého rozvoje investovat, což je spojeno s vysokým rizikem u nově začínajícího a neznámého odvětví.

Během stádia růstu se dynamicky zvyšuje poptávka po produkci tohoto odvětví, což také přináší vyšší zisky. Podniky tak již dosahují úspor z rozsahu. Vzhledem k nízkým či žádným bariérám vstupují do odvětví i nové firmy, avšak konkurence je doposud nízká.



*Fáze otřesu* je charakteristická zpomalením růstu, klesající ziskovostí, významně se zvyšujícím množstvím konkurence a díky nasycenosti trhu se podniky začínají orientovat na nízké ceny a budování dobrých vztahů a věrnosti značce, resp. firmě.

Jelikož je trh nasycen, nelze během *etapy zralosti* očekávat růst, popř. v malé míře. Podniky již získaly stále klienty a zavedly stabilní nákladovou strukturu, čímž postavily překážky pro vstup nových firem do odvětví. Také dochází k fúzím nebo cenovým válkám.

Dle McMillana (2011) je klesající poptávka ve *stádiu úpadku* ovlivněna technologickými pokroky či substitucemi, změnami sociálního charakteru a růstu globální konkurence. Vzhledem k vysokým nadbytečným kapacitám a silné konkurenci končí některé firmy na trhu.

### 2.2.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Jednotlivá odvětví reagují různorodě na vývoj hospodářského cyklu. Na základě citlivosti tržeb, zisků, vnitřních hodnot a cen akcií, se odvětví člení na cyklická, neutrální a anticyklická.

Chování podnikových veličin, jako jsou tržby, zisky či akciové kurzy, u *cyklických odvětví* odpovídá vývoji hospodářskému cyklu. Do této kategorie se řadí odvětví produkující výrobky, jejichž spotřeba lze odložit, nebo luxusní výrobky. Jedná se o hotelnictví, stavební průmysl, automobilový průmysl, letecký průmysl, elektrotechnický průmysl nebo oděvní aj.

Mezi podniky *neutrálního odvětví* a hospodářským cyklem není vysoká závislost, a tak se vyvíjejí různorodě, nezávisle na sobě. Jedná se o statky, které jsou pro populaci nezbytné. Náleží zde statky potravinářského a farmaceutického průmyslu či veřejná hromadná doprava.

Vztah vývoje hospodářského cyklu a *anticyklických odvětví* je inverzního charakteru. Tedy tyto statky jsou v období recese vysoce poptávané a naopak v době růstu se zájem snižuje. Do této skupiny zejména spadají loterie, herny, zastavárny nebo hazardní průmysl.

### 2.2.3 Tržní struktura odvětví

Typ tržní struktury odvětví lze rozpoznat dle kolísavosti tržeb, zisků, cen akcií, počtu firem v odvětví, charakteru výrobků, možnosti existence bariér pro vstup do odvětví, způsoby tvorby cen. Člení se na monopol, oligopol, nedokonalou a dokonalou konkurenci.

Je-li v odvětví jeden podnik, který vyrábí specifický produkt, jedná se o *monopolní tržní strukturu*. V kompetenci firmy je jakékoliv nastavení ceny výrobku. Ziskovost je vysoká, čímž roste zájem o vstup do odvětví, ale potencionální konkurence naráží na nezdolatelné překážky.

V *oligopolní tržní struktuře* působí několik málo podniků, které zaujímají významné místo na trhu a mají možnost promluvit do ceny výrobku, který není možné ve velké míře diferencovat. Vstup do odvětví brzdí bariéry, avšak jsou překonatelné.

*Nedokonalá konkurence* je trh s vysokým počtem firem, které nemají významný vliv na cenu produktu. Pro tento výrobek je charakteristická jeho diferencovatelnost a existence blízkých substitutů. Překážky pro vstup do odvětví sice existují, ale jsou snadno překonatelné.

Vyskytuje-li se na trhu velké množství malých a ekonomicky slabých podniků, které cenu produktu přebírají z trhu a je-li tento výrobek homogenní je tato tržní struktura označována za *dokonalou konkurenci*. Rovněž platí i neexistence překážek pro vstup do odvětví.

#### **2.2.4 Regulace odvětví**

Jednotlivá odvětví podléhají regulaci ze strany zákonodárců, přičemž intenzita a vliv regulace je odlišná. Důvody regulace jsou alokačního, sociálního, ekologického a jiného charakteru. Hlavním úkolem regulatorních orgánů je zajistit základní pravidla pro hospodářskou soutěž. Dále je v jejich kompetenci omezovat vstup do odvětví prostřednictvím licencí nebo ovlivňovat cenovou politiku firmy pomocí stanovení cenových stropů. Rovněž může negativně působit na ziskovost podniků v odvětví zavedení regulatorních opatření v podobě dalších nákladů pro firmy. Pravomocí regulatorních orgánů je také podpora daného odvětví prostřednictvím dotací, subvencí či nákupem statků veřejným sektorem.

### **2.3 Finanční analýza**

Finanční data a informace vypovídají o soudobé situaci podniku a jeho hospodaření a analyzují jeho konkurenceschopnost na trhu. Proto se o tyto údaje zajímá nejen management firmy či vlastníci, ale i konkurenční podniky, obchodní partneři, banky a další věřitelé, investoři, burzovní makléři, analytici, zaměstnanci, novináři, široká veřejnost, státní orgány aj. Smyslem finanční analýzy je komplexní posouzení finanční situace, výkonnosti a efektivnosti na základě minulých a současných dat. Dále je zapotřebí zhodnotit vyhlídky podniku v budoucnosti a k tomu vymezit a připravit opatření za účelem zlepšení a zefektivnění hospodaření, zvýšení prosperity a zkvalitnění rozhodovacích procesů v podniku.

### 2.3.1 Poměrová ukazatele

Cílem poměrových ukazatelů je zhodnotit hospodaření podniku dle různých podnikových oblastí, kterými je zadluženost a finanční stabilita, rentabilita, aktivita, likvidita a u kotovaných akcií na burze i tržní situace a tržní hodnota firmy.

#### Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Tato kategorie ukazatelů hodnotí financování podnikového majetku (tj. aktiv) dílčími složkami pasiv v podobě vlastních a cizích zdrojů. V současné době je nemožné krýt firemní majetek pouze jedním z typů zdrojů. Cizí kapitál je s rostoucí zadlužeností složitější k získání. Vlastní kapitál je zas dražším způsobem financování.

K ocenění finanční samostatnosti firmy je používán **ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech**, který hodnotí schopnost podniku financovat firemní majetek z vlastních zdrojů. Vztah pro výpočet je zobrazen následovně,

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.1)$$

Do jaké míry jsou stálá aktiva získávána pomocí dlouhodobého kapitálu, je posuzováno pomocí **ukazatele stupně krytí stálých aktiv**. Za účelem zachování finanční stability, je žádoucí, aby hodnota tohoto poměru byla nad úrovní 100 %. Výpočet vypadá takto,

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobé zdroje}}{\text{stálá aktiva}}. \quad (2.2)$$

Ke zhodnocení optimálního zadlužení a tedy ideálního poměru mezi podnikovými vlastními a cizími zdroji slouží **majetkový koeficient**, který je zobrazen níže

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.3)$$

Kolikrát je v kompetenci podniku možné zabezpečit úhradu vzniklých nákladových úroků prostřednictvím provozního zisku, lze stanovit **ukazatelem úrokového krytí**, který vypadá takto

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{provozní zisk}}{\text{nákladové úroky}}. \quad (2.4)$$

**Ukazatel úrokového zatížení** představuje podíl provozního výsledku hospodaření, který je nezbytný k využití na úhradu nákladových úroků. Vztah lze zapsat následovně,

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{provozní zisk}}. \quad (2.5)$$

**Ukazatel celkové zadluženosti** charakterizuje věřitelské riziko, který znázorňuje podílovou účast souhrnných dluhů firmy na jejím celkovém majetku. Ukazatel lze zapsat takto,

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.6)$$

Na základě využití typu cizího zdroje je možné celkovou zadluženost dále analyzovat. U dlouhodobého cizího kapitálu je zadluženost hodnocena následujícím vztahem

$$\text{Dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{dlouhodobé cizí zdroje}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.7)$$

Je-li hodnocena krátkodobá zadluženost, ukazatel lze zapsat následovně,

$$\text{Krátkodobá zadluženost} = \frac{\text{krátkodobé cizí zdroje}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.8)$$

### Ukazatele rentability

Ukazatele rentability hodnotí ziskovost podnikatelské činnosti, tedy jak je firma schopná prostřednictvím různých zdrojů vyprodukovat zisk. Tyto ukazatele představují poměr vytvořeného efektu (tj. zisku) a jejího vstupu (tj. zdroje) podílejícího se na tvorbě zisku.

Produkční sílu firmy lze zhodnotit pomocí **ukazatele rentability aktiv**, která oceňuje ziskovost podniku bez ohledu na použitý kapitál. Ukazatel lze zapsat podle následujícího vztahu

$$\text{Rentabilita aktiv} = \frac{\text{provozní zisk}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.9)$$

Výnosnost dlouhodobého financování je možné měřit prostřednictvím **ukazatele rentability dlouhodobých zdrojů**, jehož vztah pro výpočet je uveden níže

$$\text{Rentabilita dlouhodobých zdrojů} = \frac{\text{provozní zisk}}{\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé cizí zdroje}}. \quad (2.10)$$

Efektivnost vlastního zdrojů krytí lze posoudit pomocí **ukazatele rentability vlastního kapitálu**, který je možné vyjádřit prostřednictvím následujícího vztahu

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.11)$$

**Ukazatel rentability tržeb** je měřítkem dovednosti firmy vytvořit zisk při dané míře tržeb. Vztah pro výpočet tohoto ukazatele lze zapsat na základě následujícího vzorce

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}}. \quad (2.12)$$



## Ukazatele aktivity

Řízení aktiv je nedílnou součástí podnikových procesů. Prostřednictvím ukazatelů aktivity je analyzována efektivnost hospodaření firmy s dílčími druhy majetku. Účelem je zjistit zda je v držení podniku optimální kapacita aktiv a zda jsou tyto složky majetku produktivní.

Míra intenzity využití majetku v podniku, se hodnotí **ukazatelem obrátky celkových aktiv**. Tento ukazatel slouží pro srovnání s podniky v daném odvětví. Ukazatel lze zapsat takto,

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.13)$$

**Ukazatel doby obratu aktiv** udává dobu trvání vázanosti aktiv v podniku, než je majetek spotřebován nebo prodán. Výpočet tohoto ukazatele je možné znázornit následovně,

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.14)$$

Časový interval, než jsou zásoby přeměny na peněžní prostředky, je měřen **ukazatelem doby obratu zásob**, jehož výpočet lze zapsat pomocí následujícího vzorce

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.15)$$

Průměrná inkasní doba pohledávek je hodnocena prostřednictvím **ukazatele doby obratu pohledávek**, který charakterizuje strategii řízení pohledávek v podniku. Vztah lze vyjádřit takto,

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.16)$$

Doba, než-li je uhrazen krátkodobý závazek podniku, je měřena **ukazatelem doby obratu závazků**, který vypovídá o obchodní úvěrové politice firmy. Výpočet lze znázornit následovně,

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.17)$$

## Ukazatele likvidity

Kategorii podnikové likvidity lze charakterizovat slovy, „likvidita je vyjádřením schopnosti podniku přeměnit svá aktiva na peněžní prostředky a těmi krýt včas, v požadované podobě a na požadovaném místě všechny splatné závazky“, viz Kislingerová (2007, str. 88).

O míře schopnosti uspokojit věřitele podniku v případě, že firma získá hotovost díky přeměně oběžných aktiv, vypovídá **ukazatel celkové likvidity**. Optimální interval pro tento ukazatel je od 1,5 do 2,5. Je možné jej zapsat prostřednictvím následujícího vztahu

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}. \quad (2.18)$$

U celkové likvidity může být problém s včasnou přeměnou některých položek oběžných aktiv na hotovost. Tato skupina je odstraněna v **ukazateli pohotové likvidity** vyřazením nejméně likvidní složky, kterou jsou zásoby. Optimální interval je od 1 do 1,5. Ukazatel vypadá takto,

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}. \quad (2.19)$$

Okamžitá schopnost dostat svým závazkům je hodnocena **ukazatelem okamžité likvidity**, jejíž doporučená hodnota je na úrovni 0,2. Výpočet je znázorněn následovně,

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{krátkodobý finanční majetek}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}. \quad (2.20)$$

**Ukazatel čistého pracovního kapitálu** reprezentuje část oběžných aktiv, jež jsou finančně kryta dlouhodobým kapitálem, a tedy představuje finanční polštář. Lze jej zapsat následovně,

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé cizí zdroje}. \quad (2.21)$$

### Ukazatele kapitálového trhu

Tato kategorie ukazatelů je odrazem podnikové úrovně všech čtyř výše uvedených oblastí, tj. zadluženosti, rentability, aktivity a likvidity. Jsou informací, jak je podnik ohodnocen trhem, resp. investory, na základě minulosti a výhledu do budoucnosti.

Maximální možná dividendová výnosnost připadající na akcionáře, resp. investora, je vyjádřena **ukazatelem čistého zisku na akcii**. Vztah tohoto ukazatele je znázorněn následovně,

$$\text{Čistý zisk na akcii} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{množství emitovaných akcií}}. \quad (2.22)$$

Interpretace **ukazatele Price-Earnings Ratio** je buď doba návratnosti investice splacená čistým ziskem či míra ochoty investora zaplatit za 1 Kč zisku na akcii. Vztah lze zapsat takto,

$$\text{Price-Earnings Ratio} = \frac{\text{tržní kurz akcie}}{\text{čistý zisk vztahovaný na akcii}}. \quad (2.23)$$

Zda-li analyzovaný podnik se stává prosperující firmou a vytváří goodwill, lze hodnotit **ukazatelem Market-to-Book Ratio**. Tento ukazatel je možné vyjádřit následujícím vzorcem

$$\text{Market-to-Book Ratio} = \frac{\text{souhrn tržních kurzů všech emitovaných akcií}}{\text{množství emitovaných akcií} \cdot \text{jmenovitá hodnota}}. \quad (2.24)$$

**Ukazatelem účetní hodnoty akcie** je vyjádřena výkonnost a růst firmy, vztah vypadá

$$\text{Účetní hodnota akcie} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{množství emitovaných akcií}}. \quad (2.25)$$

### 2.3.2 Predikční modely hodnotící finanční úroveň

Predikční modely analyzují soudobé finanční postavení podniku a jeho výkonnost prostřednictvím jednoho čísla. Principem je snaha o včasné nalezení příčin způsobující nestabilitu firmy, které by mohly vést podnik do finanční tísně a následně jeho úpadku. Dle Dluhošové (2010) se jedná o tzv. systém včasného varování.

Podle výchozích údajů a účelů hodnocení se modely rozdělují do dvou skupin, na bankrotní a ratingové. K bankrotním modelům se řadí Altmanův, Beaverův, Taflerův model aj. Mezi ratingové modely náleží Kralickuv Quick-test či Tamariho model aj.

#### Altmanův model

Smyslem Altmanova modelu je odhadnout, zda se může podnik dostat do finanční tísně a následně zbankrotovat. Tento predikční model se tedy řadí mezi bankrotní modely. Dílčí ukazatele hodnotí jednotlivé podnikové oblasti rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti a stability. Altmanův model má několik modifikací pro výrobní i nevýrobní podniky či pro firmy s kotovanými akciemi aj. Jedna z jeho modifikací se také svými vlastnostmi řadí mezi ratingové modely. Pro podniky, jejichž akcie jsou veřejně obchodovatelné na burze, vypadá vztah takto,

$$Z - score = 1,2 \cdot \frac{\text{pracovní kapitál}}{\text{celková aktiva}} + 1,4 \cdot \frac{\text{nerozdělený zisk}}{\text{celková aktiva}} + 3,3 \cdot \frac{\text{zisk před úroky}}{\text{celková aktiva}} + 0,6 \cdot \frac{\text{tržní kurz akcie}}{\text{cizí zdroje}} + 1,0 \cdot \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.26)$$

Převyšuje-li výsledná hodnota *Z-score* úroveň 2,99, je nízká pravděpodobnost bankrotu. Avšak je-li hodnota pod úrovní 1,81, je podnik ohrožen zbankrotováním. Nachází-li se *Z-score* mezi těmito hranicemi, nelze přesně určit, zda-li se může podnik dostat do finanční tísně.

#### Index IN

V českých podmínkách byl vyvinut bankrotní model manželů Neumaierových označovaný jako index důvěryhodnosti nebo-li index *IN*. Tento model zachycuje specifika českých účetních výkazů a ekonomickou situaci v tuzemsku. Byly rovněž vytvořeny modifikace tohoto modelu, jeho původní verzi, tedy index *IN95*, lze zapsat následovně,

$$IN = V_1 \frac{\text{celková aktiva}}{\text{cizí zdroje}} + 0,11 \frac{\text{provozní zisk}}{\text{nákladové úroky}} + V_3 \frac{\text{provozní zisk}}{\text{celková aktiva}} + V_4 \frac{\text{výnosy}}{\text{celková aktiva}} + 0,1 \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé zdroje}} + V_6 \frac{\text{závazky po lhůhů splatnosti}}{\text{výnosy}}, \quad (2.27)$$

kde  $IN$  je hodnota indexu  $IN$  a  $V_1$ ,  $V_3$ ,  $V_4$  a  $V_6$  jsou váhy dílčích ukazatelů, které jsou rozdílné pro jednotlivá odvětví. Druhá a pátá váha je totožná pro všechny tuzemské podniky.

Je-li hodnota indexu  $IN$  vyšší než 2, lze podnik označit za finančně zdravý. Nicméně klesne-li úroveň tohoto indexu pod hodnotu 1, signalizuje možné problémy firmy. Nachází-li se mezi těmito hranicemi, nelze předpovídat finanční stabilitu či nestabilitu společnosti.

### Kralickuv Quick-test

Kralickuv Quick-test je jedním z ratingových modelů. Nejprve jsou vyčísleny dílčí ukazatele R1 až R4, které reprezentují čtyři podnikové oblasti, a to stabilitu, likviditu, rentabilitu a výsledek hospodaření. Následně je těmto ukazatelům přiřazeno bodové ohodnocení dle dané stupnice, viz postup výpočtu v tabulce č. 2.1

Tab. 2.1 Kralickuv model

Ukazatel	Vzorec	Bodové hodnocení				
		0 bodů	1 bod	2 body	3 body	4 body
R1	$\frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}}$	$\leq 0$	0,0 - 0,1	0,1 - 0,2	0,2 - 0,3	$\geq 0,3$
R2	$\frac{\text{cizí zdroje} - \text{peněžní prostředky}}{\text{provozní cash flow}}$	$\geq 30$	12 - 30	5 - 12	3 - 5	$\leq 3$
R3	$\frac{\text{zisk před zdaněním a úroky}}{\text{celková aktiva}}$	$\leq 0$	0,00 - 0,08	0,08 - 0,12	0,12 - 0,15	$\geq 0,15$
R4	$\frac{\text{provozní cash flow}}{\text{provozní výnosy}}$	$\leq 0$	0,00 - 0,05	0,05 - 0,08	0,08 - 0,1	$\geq 0,1$

Zdroj: Vlastní zpracování dle Dluhošové (2010)

V rámci tohoto testu je hodnocena finanční stabilita podniku následujícím vztahem

$$\text{Finanční stabilita} = \frac{R1 + R2}{2}. \quad (2.28)$$

Dále je posouzena výnosová situace prostřednictvím níže uvedeného vzorce

$$\text{Výnosová situace} = \frac{R3 + R4}{2}. \quad (2.29)$$

Na závěr je zhodnocena celková finanční situace firmy dle vztahu

$$\text{Souhrné hodnocení} = \frac{\text{finanční stabilita} + \text{výnosová situace}}{2}. \quad (2.30)$$



Převyšuje-li souhrnné hodnocení hodnotu 3 bodů, lze označit podnik za finančně zdravý. Avšak klesne-li kritérium pod úroveň 1 bodu, je jeho finanční situace považována za špatnou. Nachází-li se mezi touto bodovou hranicí, nelze přesně identifikovat finanční situaci firmy.

## 2.4 Metody stanovení vnitřní hodnoty akciového instrumentu

Stanovení vnitřní hodnoty je stěžejním bodem fundamentální analýzy. Vypočtená vnitřní hodnota je následně porovnána s aktuálním tržním kurzem tak, aby bylo možné učinit rozhodnutí o jejím prodeji, je-li akcie nadhodnocena, nebo koupí v případě, že je akcie podhodnocena či ponechání v držení. Nadhodnocený akciový instrument je ten, jehož cena stanovená trhem převyšuje vyčíslenou vnitřní hodnotu a podhodnocená akcie představuje vyšší vnitřní hodnotu, než-li je její tržní kurz. Vnitřní hodnotu je možné stanovit řadou analytických metod, modelů či nástrojů, ke kterým se řadí *cash flow modely*, *dividendové diskontní modely*, *ziskové modely*, *bilanční modely*, *historické modely* aj.

### 2.4.1 Cash flow modely

Cash flow modely pracují s finančními toky, které jsou ponechány v podniku po uhrazení závazků a vyplacení dividend akcionářům. Přičemž je respektována časová hodnota peněžních prostředků. Aplikací cash flow modelů oceňuje analytik firmu z širšího pohledu. Do této kategorie náleží model Free Cash Flow to Equity (model FCFE), model Free Cash Flow to Firm (model FCFF), model upravené současné hodnoty volného cash flow (model APV).

**Model FCFE** poskytuje pohled na vnitřní hodnotu akcie ze strany akcionáře, resp. majitele podniku. Model vychází z volných finančních prostředků, jež jsou zachovány ve firmě z čistého zisku po uhrazení nákladových úroků, splátek úvěrů a investičních výdajů. Zároveň jsou peněžní prostředky navýšeny o nově nabyté finanční toky v podobě emitovaných dluhopisů a získaných úvěrů. Dále je hodnota FCFE zvýšena o hodnotu odpisů, které představují náklad, avšak výdajová stránka firmy nebyla zatížena. Vztah pro výpočet je zobrazen následovně,

$$FCFE = EAT + ODP - INV - \Delta\check{CPK} + \text{saldo dluhu} + \text{emise dluhových instrumentů}, \quad (2.31)$$

kde *EAT* je čistý zisk, *OPD* jsou odpisy, *INV* jsou investiční výdaje,  $\Delta\check{CPK}$  je změna čistého pracovního kapitálu. Saldo dluhu představuje rozdíl nově čerpaných dluhů a splátek dluhů.

Model FCFE má několik verzí, které se odlišují na základě očekávaného vývoje podniku. Základním modelem je jednostupňových model FCFE, který je vhodný pro aplikaci u stabilních

společností, jejichž prognózy naznačují konstantní míru růstu veličiny FCFE nebo u firem regulovaného nebo neutrálního odvětví či u monopolu. Vnitřní hodnota se stanoví takto

$$VH = \frac{FCFE_1}{k - g^{CF}} = \frac{FCFE_0 \cdot (1 + g^{CF})}{k - g^{CF}}, \quad (2.32)$$

kde  $VH$  reprezentuje vnitřní hodnotu,  $FCFE_t$  jsou předpokládané volné peněžní toky pro vlastníky v následujícím roce,  $FCFE_0$  představují volné finanční toky pro vlastníky v běžném období,  $k$  je požadovanou míru výnosnosti a  $g^{CF}$  vyjadřuje míru růstu cash flow.

Budoucí volné peněžní toky lze rozdělit do více fází pro přesnější odhad. Výpočet dvoufázové metody modelu FCFE lze zapsat následující vzorcem

$$VH = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_{t-1} \cdot (1 + g_1^{CF})^t}{(1 + k)^t} + \frac{FCFE_T \cdot (1 + g_2^{CF})}{(1 + k)^T \cdot (k - g_2^{CF})}, \quad (2.33)$$

kde  $t$  vyjadřuje jednotlivá období,  $T$  je doba trvání první fáze,  $g_1^{CF}$  je míra růstu cash flow pro první fázi a  $g_2^{CF}$  reprezentuje míru růstu cash flow pro druhou fázi.

Nespornou výhodou modelu FCFE je respektování časové hodnoty peněz a také zahrnutí hodnoty majoritního podílu ve společnosti, jež dovoluje akcionářům, tedy majitelům, vykonávat řídicí a kontrolní funkce v podniku. Model FCFE je hojně využíván v případech, kdy selhává možnost aplikování dividendového diskontního modelu a ziskového modelu.

## 2.4.2 Dividendové diskontní modely

Principem dividendových diskontních modelů je převedení budoucích peněžních toků plynoucích z držby akcie na současnou hodnotu. Těmito peněžními toky se rozumí vyplácené dividendy a uvažuje-li majitel daného akciového instrumentu o brzkém prodeji akcie, je do těchto peněžních toků také zahrnuta očekávaná prodejní cena akciového titulu. Tímto se dividendové diskontní modely řadí mezi jedny z nejužívanějších. Z hlediska očekávané doby držby akciového instrumentu se tyto modely člení na dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby a dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby akcie.

Neuvažuje-li majitel akcie o jejím brzkém prodeji, je aplikován **dividendový diskontní model s nekonečnou dobou držby** za účelem stanovení vnitřní hodnoty akcie. Peněžními toky s v tomto případě rozumí pouze vyplácené dividendy. Vztah lze zobrazit následovně,

$$VH = \frac{D_1}{1 + k} + \frac{D_2}{(1 + k)^2} + \frac{D_3}{(1 + k)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1 + k)^n}, \quad (2.34)$$

kde  $D_1$  až  $D_n$  představují očekávané vyplácené dividendy v jednotlivých obdobích.

Analytici při oceňování akciových instrumentů se více orientují na vyčíslení očekávaného růstu, popř. poklesu, dividendy, než na odhady absolutní hodnoty dividendy. Z tohoto důvodu je častěji aplikován **Gordonův jednostupňový dividendový diskontní model**, který je založen na předpokladu, že je požadovaná míra výnosnosti vyšší než míra růstu dividend a zároveň dividendy musejí růst, popř. klesat, stejným tempem po celou dobu držby akcie. Je-li zvažováno nekonečné držení akciového instrumentu a při neměnné míře růstu, popř. poklesu, dividend, lze řadu dividendových plateb zapsat pomocí nekonečné geometrické řady následovně,

$$VH = \frac{D_1}{k - g^{DIV}}, \quad (2.35)$$

kde  $g^{DIV}$  představuje míru růstu, popř. poklesu, dividend.

### 2.4.3 Ziskové modely

Ziskové modely vycházejí ze zisku po zdanění. V rámci dílčích modelů a metod je zisk různorodě rozkládán a upravován. Nejvíce jsou využívány metody založené na ukazateli P/E ratio. Dále jsou využívány ukazatele P/BV ratio, P/S ratio. Nespornou výhodou těchto modelů je respektování časové hodnoty peněžních prostředků.

Dle Veselé (2011) je základním ukazatelem pro vyjádření vnitřní hodnoty, pomocí veličiny poměru ceny akcie a čistého zisku, **normální P/E ratio**. Tento ukazatele je odvozen od Gordonova jednostupňového dividendového diskontního modelu se stabilním růstem. Je-li splněn předpoklad, že polovina čistého zisku je vyplácena na dividendách a druhá polovina je zadržena ve firmě, je možné očekávanou dividendu substituuovat součinem předpokládaného čistého zisku a dividendového výplatního poměru. Tento transformovaný model vypadá takto

$$VH = P = \frac{D_1}{k - g^{ZISK}} = \frac{E_1 \cdot p}{k - g^{ZISK}} = \frac{E_1 \cdot (1 - b)}{k - g^{ZISK}}, \quad (2.36)$$

kde  $P$  reprezentuje správně oceněnou akcií,  $E_1$  je očekávaná výše čistého zisku na akcii v příštím období,  $p$  je dividendový výplatní poměr, jež lze určit jako poměr výši dividendy a čistého zisku na akcii,  $b$  vyjadřuje podíl zadrženého zisku, přičemž platí, že  $p + b = 1$  a  $g^{ZISK}$  je míra růstu zisku.

V případě, že je vztah 2.36 vydělen očekávaným ziskem pro následující období, je možné zapsat ukazatel normálního P/E ratio následovně,

$$(P/E)_N = \frac{P}{E_1} = \frac{p}{k - g^{ZISK}}, \quad (2.37)$$

kde  $(P/E)_N$  je ukazatel normálního P/E ratio.

Vnitřní hodnotu stanovenou pomocí normálního P/E ratio lze vyjádřit takto,

$$VH = (P/E)_N \cdot E_1. \quad (2.38)$$

Dalším využívaným ziskovým modelem jsou metody založené na ukazateli **P/BV ratio**. Ukazatel BV nebo-li účetní hodnota na akcii představuje rozdíl mezi celkovými aktivy a cizím kapitálem společnosti vztažené na jednu akcii. Vnitřní hodnotu akciového instrumentu je možné stanovit pomocí ukazatele P/BV ratio následovně

$$VH = \frac{BV_1 \cdot ROE \cdot p}{k - g^{ZISK}}, \quad (2.39)$$

kde  $BV_1$  představuje očekávanou účetní hodnotu vztaženou na akcii v následujícím období a  $ROE$  je rentabilita vlastního kapitálu.

Oblíbeným ziskovým modelem je metoda vycházející z ukazatele **P/S ratio**. Pomocí tohoto ukazatele lze vyčíslit vnitřní hodnotu akciového titulu pomocí následujícího vztahu

$$VH = \frac{S_1 \cdot M_1 \cdot p}{k - g^{ZISK}}, \quad (2.40)$$

kde  $S_1$  vyjadřuje očekávané tržby v příštím období a  $M_1$  je prognózovaná zisková marže v následujícím období.

#### 2.4.4 Bilanční modely

Výchozím prvkem bilančních modelů jsou účetní výkazy dané společnosti, jež jsou veřejně dostupné, a ze kterých se vychází při výpočtech. Dílčí metody se odlišují dle vypovídací schopností, postupem, náročností výpočtu a popularity u analytiků, jak uvádí Veselá (2011). Do kategorie bilančních modelů se řadí metoda účetní hodnoty, substanční hodnoty, likvidační hodnoty, reprodukční hodnoty a substituční hodnoty.

**Metoda účetní hodnoty** vychází z předpokladu, že účetní hodnotu vztaženou na akcii lze přirovnat k vnitřní hodnotě tohoto akciového titulu. Výpočet dle této metody lze vypadá takto,

$$VH = \frac{\text{celková aktiva} - \text{cizí zdroje}}{\text{množství emitovaných akcií}}. \quad (2.41)$$

Tato metoda je nenáročná na výpočet, data jsou snadno dostupná a je zde i jasná průkaznost. Nicméně metoda vychází z minulých údajů a nenaznačuje o budoucích výnosových perspektivách podniku, tudíž je řazena k doplňkovým metodám.

Výpočet vnitřní hodnoty akcie stanovené prostřednictvím **metody substanční hodnoty** je možné znázornit následujícím vztahem



$$VH = \frac{\sum \text{přeceněných aktiv} - \text{cizí zdroje}}{\text{počet emitovaných akcií}}. \quad (2.42)$$

Součet přeceněných aktiv představuje úhrn majetku přeceněný aktuálními tržními cenami a z hlediska budoucího využití ve firmě. Tyto aktiva je zapotřebí navýšit o nehmotný majetek, který není vykazován v bilanci, tj. goodwill. Pod goodwill se rozumí například firemní kultura, kvalifikace zaměstnanců, kvalita managementu, tržní hodnota licencí aj.

**Metoda likvidační hodnoty** hledá množství peněžní prostředků, které by společnost získala po ukončení podnikatelské činnosti, tedy po rozprodání firemního majetku a uhrazení dluhů a likvidačních poplatků, jako jsou výdaje na právní služby, komisionářské poplatky apod. Likvidační hodnota je považována za spodní hranici tržní ceny akciového instrumentu.

V rámci **metody reprodukční hodnoty** je zjišťována hodnota nákladů na opětovné vybudování podniku. Jedná se o rozdíl reprodukční hodnoty celkových aktiv a cizího kapitálu.

**Metoda substituční hodnoty** vychází z předpokladu, že se najde obdobná firma a podle ní se vyčíslí vnitřní hodnota akcií analyzovaného podniku. Tato metoda je nejsložitější, dochází ke zkreslování údajů a je rovněž nejvíce kritizována a nejméně využívána.

#### 2.4.5 Historické modely

Historické modely pracují s minulými daty, kdy je poměřována průměrná hodnota ceny akcie s další průměrnou hodnotou podnikové veličiny, kterou mohou být tržby, dividendy, účetní hodnota a cash flow. I přesto, že se jedná o historické modely, je při výpočtu vnitřní hodnoty také aplikována očekávaná hodnota tržeb, resp. dividendy, účetní hodnoty nebo cash flow, v následujícím období. Historické modely jsou užívány ve verzi modelu P/S, modelu P/D, modelu P/BV a modelu P/CF.

Stanovení vnitřní hodnoty akciového titulu pomocí **modelu P/S** je možné zapsat takto,

$$P/S = \frac{P}{S}, \quad VH = P/S \cdot S_1, \quad (2.43)$$

kde  $P$  vyjadřuje průměrný historický tržní kurz akcie,  $S$  je průměrná historická hodnota tržeb na akcii a  $S_1$  jsou prognózované tržby pro následující období.

Stanovení vnitřní hodnoty pomocí **modelu P/D** lze vyjádřit následovně,

$$P/D = \frac{P}{D}, \quad VH = P/D \cdot D_1, \quad (2.44)$$

kde  $D$  reprezentuje průměrnou historickou hodnotu dividendy na akcii a  $D_1$  je očekávaná dividenda v příštím období.

Výpočet vnitřní hodnoty akcie prostřednictvím **modelu P/BV** lze zapsat takto,

$$P/BV = \frac{P}{BV}, \quad VH = P/BV \cdot BV_1, \quad (2.45)$$

kde  $BV$  představuje průměrnou historickou účetní hodnotu vztaženou na akcii a  $BV_1$  je předpokládaná účetní hodnota v nadcházejícím období.

V rámci kategorie lze aplikovat dále **model P/CF**, který je možné vyjádřit následovně,

$$P/CF = \frac{P}{CF}, \quad VH = P/CF \cdot CF_1, \quad (2.46)$$

kde  $CF$  reprezentuje průměrnou historickou hodnotu cash flow a  $CF_1$  je očekávaná hodnota cash flow v příštím období.

Na základě výše uvedených vztahů č. 2.43 až 2.46 lze nalézt velkou nevýhodu historických modelů, kterou je jejich nerespektování časové hodnoty peněz a také nezahrnutí případných zásadních změn firemního, odvětvového a globálního charakteru do výpočtu. Nicméně v rámci těchto modelů je snížena kolísavost aplikovaných veličin. Účelem historických modelů je učinit rozhodnutí, zda je aktuální tržní cena akcie nad nebo pod historickou úrovní analyzovaného akciového titulu. Vzhledem ke svým vlastnostem jsou historické modely doplňujícími metodami k modelům respektující časovou hodnotu peněz.

#### 2.4.6 Vstupní parametry

U modelů respektující časovou hodnotu peněz je zapotřebí stanovit požadovanou míru výnosnosti. V případě odhadů dílčích veličin ve výpočtu vnitřní hodnoty akcie se používají míry růstu, popř. poklesu, těchto parametrů, jako jsou například dividendy, zisk či cash flow aj.

##### Požadovaná míra výnosnosti

Požadovaná míra výnosnosti je diskontním faktorem, který slouží k převádění budoucích peněžních toků na současné. Pomocí ní jsou zohledňovány náklady obětovaných příležitostí, inflace, úroveň rizika likvidity spjaté s daným finančním instrumentem, k jehož stanovení je aplikována. Metody sloužící ke stanovení požadované míry rizika se rozlišují na tržní a účetní přístupy k vyčíslení nákladů na vlastní kapitál.

Účetní přístupy jsou využívány v ekonomikách s krátkodobým fungováním tržní ekonomiky nebo nedostatečně rozvinutým či nedokonalým kapitálovým trhem. Zde se řadí stavebnicové modely. U ekonomik s vyspělým finančním trhem jsou aplikovány tržní přístupy, ke kterým patří zejména model oceňování kapitálových (dále jen CAPM), arbitrážní model oceňování, nebo dividendový růstový model.

Dle Dluhošové je často využívaným modelem tržní model CAPM. Tento model vychází ze vztahu mezi očekávaným výnosem a systematickým rizikem daného finančního titulu. Pomocí modelu CAPM je vymezena směrodatná odchylka systematického rizika, který je zde zastoupen beta faktorem. Očekávaný výnos je reprezentován součtem bezrizikové sazby a rizikové premie. Model CAPM vyjádřen pomocí beta verze SML modelu lze stanovit následně,

$$E(r_i) = r_F + \beta \cdot (r_M - r_F), \quad (2.47)$$

kde  $E(r_i)$  představuje očekávaný výnos příslušného finančního instrumentu,  $r_F$  je bezriziková sazba,  $\beta$  je beta faktor a  $r_M$  je tržní výnosnost.

Bezriziková sazba je nejnižší výnosovou mírou na trhu a je za ní považována výnosová míra státních dluhových cenných papírů. Za tržní výnosnost je nejčastěji pokládána výnosnost burzovního indexu. Beta faktor reprezentuje systematické riziko výnosů vlastního kapitálu a představuje míru změny výnosnosti daného akciového instrumentu vlivem změny výnosnosti kapitálového trhu o jednotku. Beta koeficient pro danou akcii lze stanovit takto,

$$\beta_{A_i} = \frac{COV(r_{A_i}; r_M)}{(\sigma_M)^2}, \quad (2.48)$$

kde  $\beta_{A_i}$  představuje beta faktor konkrétního akciového titulu,  $COV(r_{A_i}; r_M)$  je kovariance, tedy závislost, mezi výnosnosti daného akcie a tržní výnosnosti a  $(\sigma_M)^2$  je volatilita tržního výnosu.

### **Odhady míry růstu**

Z hlediska odlišných aplikovaných zdrojů, které se liší použitými údaji, vypovídací schopnosti a výpočetním postupem, lze rozlišit metody stanovení míry růstu, kterých je široká škála. Míry růstu je možné vyčíslit pomocí odhadů na základě historických dat, odvozením z finančních ukazatelů, odhadu prostřednictvím regresní analýzy nebo dle odhadu analytika.

*Odhad míry růstu na základě historických dat*, vychází z minulých údajů, čímž je tato metoda málo náročná na získání vstupních údajů. Míru růstu dividendy, popř. jiné veličiny, za pomoci historického přístupu je možné stanovit následovně,

$$g = \sqrt[t]{\frac{D_M}{D_S}} - 1, \quad (2.49)$$

kde  $g$  představuje míru růstu,  $D_M$  je mladší dividendy, tj. dividendy bližší současnosti,  $D_S$  je starší dividendy, tj. vzdálenější dividendy a  $t$  vyjadřuje počet let mezi mladší a starší dividendou.

Principem *odhadu míry růstu pomocí regresní analýzy* je konstrukce časové řady historických údajů příslušné veličiny, kterými se proloží přímka tak, aby nejvíce odpovídala

vývoji této časové řady. Při aplikaci regresní analýzy spolu s počítačovými programy je tato metoda rychlá a nenáročná.

Na rozdíl od předešlých metod *odhad analytika* nevychází z matematického nebo statistického základu, ale opírá se o subjektivní postoj daného analytika. I přes tuto skutečnost jsou odhady analytiků často přesnější než odhady podložené historickými údaji a matematickými či statistickými výpočty. Nicméně je odhad ovlivněn zkušenostmi analytika.

Je-li respektována současná finanční situace společnosti, lze odhadnout míru růst veličin prostřednictvím finančních ukazatelů. Vychází-li se při stanovení míry růstu dividendy či zisku z finančních ukazatelů, lze tento postup označit za udržovací růstový model. Za předpokladu konstantního dividendového výplatního poměru a podílu nezadrženého čistého zisku v podniku se má za to, že míra růstu dividend je totožná míře růstu zisku, což lze zapsat následovně,

$$g^{DIV} = \frac{D_{t+1} - D_t}{D_t} = g^{ZISK} = \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t}, \quad (2.50)$$

kde  $D_{t+1}$  a  $D_t$  je vyplácená dividendy v období  $t+1$  a v období  $t$ ,  $E_{t+1}$  a  $E_t$  představuje vykazovaný čistý zisk v období  $t+1$  a v období  $t$ .

Odpovídá-li podíl čistého zisku a vlastního kapitálu, tj. účetní hodnoty, ukazatel rentability vlastního kapitálu, je možné stanovit míru růstu dividend a zisku zjednodušeně takto,

$$g^{DIV/ZISK} = \frac{b \cdot E_t}{BV_{t-1}} = b \cdot ROE, \quad (2.51)$$

kde  $g^{DIV/ZISK}$  vyjadřuje míru růstu dividend, popř. čistého zisku,  $BV_{t-1}$  je účetní hodnota v období  $t-1$  a  $ROE$  je rentabilita vlastního kapitálu.

V případě, že podíl čistého zisku a vlastního kapitálu, tedy účetní hodnoty, není konstantní, lze odhadnout míru růstu čistého zisku, popř. dividend, nadcházejícím vztahem

$$g^{DIV/ZISK} = \frac{ROE_t - BV_t - ROE_{t-1} - BV_{t-1}}{ROE_{t-1} - BV_{t-1}}, \quad (2.52)$$

kde  $ROE_t$  a  $ROE_{t-1}$  reprezentuje rentabilitu vlastního kapitálu v období  $t$  a v období  $t-1$ ,  $BV_t$  a  $BV_{t-1}$  je účetní hodnota v období  $t$  a v období  $t-1$ .

Míru růstu cash flow lze také odhadnout prostřednictvím finančních ukazatelů. Ukazatele aplikované při výpočtu a záběr vypovídací schopnosti je rozdílný, nicméně princip zůstává stejný jako v případě stanovení míry růstu dividend, popř. zisku pomocí finančních ukazatelů, tedy vychází z udržovacího růstového modelu. Míra růstu cash flow se stanoví následovně,

$$g^{CF} = \text{rentabilita vloženého kapitálu} \cdot \text{míra investic}. \quad (2.53)$$

Vztah pro výpočet rentability vloženého kapitálu vypadá takto,

$$Rentabilita\ vloženého\ kapitálu = \frac{provozní\ zisk \cdot (1 - sazba\ daně)}{vložený\ kapitál}. \quad (2.54)$$

Míru růstu investic je možné vyčíslit pomocí následujícího vzorce

$$míra\ růstu\ investic = \frac{INV - ODP + \Delta ČPK}{provozní\ zisk \cdot (1 - sazba\ daně)}. \quad (2.55)$$

## 2.5 Analýza citlivosti

Analýza citlivosti se zabývá rozbořem a modelováním projektových rizik. Touto procedurou je vyjádřen celkový efekt změny kritériální veličiny vlivem změny dílčího faktoru. Změna dílčího faktoru je realizována součinem hodnoty tohoto faktoru a indikátorem  $(1 + \alpha)$ .

Citlivostní analýzu změny vnitřní hodnoty daného akciového instrumentu stanoveného prostřednictvím modelu FCFE v důsledku změny jednoho parametru, kterým je např.  $g_1^{CF}$ , lze formulovat následovně

$$VH = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_{t-1} \cdot (1 + g_1^{CF} \cdot (1 + \alpha))^t}{(1 + k)^t} + \frac{FCFE_T \cdot (1 + g_2^{CF})}{(1 + k)^T \cdot (k - g_2^{CF})}, \quad (2.56)$$

kde  $\alpha$  představuje kladnou či zápornou relativní odchylku.

## 2.6 SWOT analýza

SWOT analýza je situační analýzou aplikovanou v rámci strategického řízení, jejímž účelem je komplexně zhodnotit vnitřní a vnější potenciál podniku, popř. nově zaváděného výrobku nebo služby na trh. Název je složen ze zkratk počátečních písmen ze čtyř slov, kterými je „*Strengths*“ (silné stránky), „*Weaknesses*“ (slabé stránky), „*Opportunities*“ (příležitosti) a „*Threats*“ (hrozby). Její podmnožinou je analýza vnitřního a vnějšího prostředí.

Vnitřní analýza hodnotí faktory, které jsou v plné kompetenci společnosti, tedy se zabývá silnými a slabými stránkami firmy. Posuzuje personální složení, technické a technologické zázemí, produktové portfolio, dodavatelsko-odběratelské vztahy, finanční situaci podniku či oblast marketingu aj.

Ty skutečnosti, které nejsou pod kontrolou firmy, jsou hodnoceny v rámci vnější analýzy. Během analýzy vnějšího prostředí je věnována pozornost možným příležitostem či hrozbám, které mohou nastat působením politických, ekonomických, legislativních, demografických, konkurenčních, kulturních nebo sociálních faktorů.

### **3 Globální a odvětvová analýza**

Za účelem co nejpresnějšího odhadu vnitřní hodnoty daného akciového titulu, a tím zajištění kvalitního investorského rozhodnutí, je také provedena globální a odvětvová analýza společnosti UNIPETROL, a. s. Globální analýza slouží k posouzení makroekonomické situace v dané ekonomice, ve které se s příslušnou akcií obchoduje a jež může ovlivnit její hodnotu a vývoj. Odvětvová analýza je již úžeji zaměřena a jejím cílem je zhodnocení situace v příslušném odvětví, jehož soudobý a budoucí stav má vliv na investování s tímto majetkovým cenným papírem na kapitálovém trhu. V případě společnosti UNIPETROL, a. s. se jedná o rafinérské a petrochemické odvětví.

#### **3.1 Globální analýza**

V minulosti bylo již prokázáno, že se vyskytují vzájemné vztahy mezi vývojem kurzů akciových titulů a vývojem makroekonomických veličin. Globální analýza se zabývá tímto rozbohem. Jejím cílem je nalézt vztah a míru závislosti mezi makroekonomickými veličinami a kurzem cen akcií, následně predikovat jejím prostřednictvím budoucí vývoj akciových titulů.

V rámci této části jsou hodnoceny makroekonomické veličiny, jako je reálný výstup ekonomiky, nezaměstnanost, inflace, úrokové míry, peněžní zásoba a devizové kurzy. V závěru globální analýzy je celkově posouzena makroekonomická situace české ekonomiky a její prognóza ohledně budoucího vývoje na základě příslušných institucí.

##### **3.1.1 Reálný výstup ekonomiky**

Reálný výstup ekonomiky je hodnocen pomocí ukazatele hrubého domácího produktu (dále jen HDP), který je primárním ukazatelem sloužícím k zhodnocení výkonnosti ekonomiky jako celku. Vzhledem k vlastnostem chování akciových titulů, je možné krátkodobě predikovat budoucí vývoj dané národní ekonomiky prostřednictvím akciových kurzů. Investoři dle svých předpokládaných očekávání ohledně blízké budoucnosti investují na akciových trzích, a tímto akciové kurzy předbíhají celkovou vývoj ekonomiky, tedy i HDP, o několik měsíců dopředu.

Historický vývoj HDP v České republice za posledních 10 let je uveden v nadcházející tabulce. Vstupní data byla převzata z databáze Statistického úřadu Evropského společenství (dále jen Eurostat).

Tab. 3.1 Vývoj HDP v letech 2005 až 2014 (v %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
HDP	6,4	6,9	5,5	2,7	-4,8	2,3	2,0	-0,8	-0,7	2,0

Zdroj: Eurostat

Před rokem 2007 měl reálný výstup české ekonomiky poměrně stabilní růstovou tendenci vyvolanou vysokými výdaji domácností na spotřebu a vytvářením hrubého fixního kapitálu. Výdaje domácností v některých letech převýšili i hodnotu disponibilního důchodu. Zlom nastal v roce 2007. Od tohoto roku se výkonnost tuzemské ekonomiky zhoršovala a o dva roky později již dosahovala záporných hodnot. Tento útlum byl vyvolán globální recesí, která nejprve měla podobu hypotéční krize a následně se z ní vytvořila bankovní a dluhová recese.

Zvýšená tvorba kapitálu v oblasti zásob a silnější dynamika vývozu a dovozu přispěla k růstu HDP, který dosáhl v roce 2010 kladných hodnot. V následujících obdobích se zvýšila bilance zahraničního obchodu. Avšak koncem roku 2011 se většina evropských ekonomik, a to i včetně té české, propadla opět do krize. Tyto skutečnosti se projeví na vývoji reálného výstupu české ekonomiky poklesem z hodnoty 2,5 % na hodnotu 1,8 %. Následující rok byl poznamenán znovu propuknutou recesí v tuzemsku, ale také i v zahraničních ekonomikách. Tímto došlo v roce 2012 k poklesu zahraničního obchodu a k snížení tvorby fixního kapitálu. Vývoj ekonomiky měřený pomocí HDP se tak dostal do záporných čísel.

V roce 2013 přetrvával pokles zahraničního obchodu a rovněž se stále snižovala tvorba fixního kapitálu. Česká národní banka (dále jen ČNB) v druhém pololetí roku 2013 provedla měnové intervence vůči české měně s cílem zamezení desinflace. Guvernér ČNB Miroslav Singer uvedl, že intervence měly pozitivní vliv na oživení české ekonomiky. Tuto skutečnost také dokumentuje tím, že se Česká republika vyšplhala mezi první třetinu nejrychleji rostoucích evropských zemí v poslední době. Jiní jako je například ekonom Richard Hindls tvrdí, že oživení tuzemské ekonomiky přichází postupně, jelikož spotřebitelům trvá, než dostatečně zaznamenají zlepšující se ekonomickou situaci tak, aby mohli opět naplno utrácet. Představitelé Svazu průmyslu a obchodu zastávají jiný názor a to, že je ještě krátce na to, aby bylo možné hodnotit efektivnost intervencí. Nicméně čím déle budou tyto intervence trvat, tím budou více na této situaci profitovat exportéři. Rovněž v současné době je česká ekonomika více ovlivňována špatnou ekonomickou situací některých zemí eurozóny, jak uvedl guvernér ČNB Miroslav Singer, viz o této problematice zdroj č.15.

V prvním pololetí roku 2014 bylo zaznamenáno oživení tuzemské ekonomiky a její růst, který byl vyvolán zvýšenou poptávkou domácích, ale i zahraničních subjektů. Rovněž se

zvýšily i daňové příjmy plynoucích z oblastí nepřímých daní. Výkonnost české ekonomiky měřená pomocí HDP za 3. čtvrtletí roku 2014 dosáhla mezičtvrtletního růstu, a to o 0,4 %. Dle Ministerstva financí České republiky (dále jen MFČR) je dále očekáváno pozvolné oživení ekonomické aktivity. Prognózy budoucího vývoje HDP od ČNB, MFČR, Mezinárodního měnového fondu (dále jen MMF) a Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (dále jen OECD) jsou uvedeny v následující tabulce.

*Tab. 3.2 Prognóza vývoje HDP v letech 2015 až 2018 (v %)*

	2015	2016	2017	2018
ČNB	2,5	2,8	-	-
MFČR	2,7	2,5	-	-
MMF	2,5	2,4	2,3	2,1
OECD	2,3	2,7	-	-

*Zdroj: ČNB, MFČR, MMF, OECD*

Instituce OECD a ČNB hodnotí budoucí výkonnost české ekonomiky optimisticky, a to na základě jejího predikovaného oživení v tuzemsku. Dle prognózy OECD se očekává vyšší výkonnost tuzemské ekonomiky ve srovnání s průměrným vývojem HDP v zemích OECD, jež je predikován takto 2,3 % (v roce 2015) a 2,6 % (v roce 2016).

MFČR očekává ekonomický růst České republiky, jež se dle odhadů zpomalí v roce 2016. Oživení dle této prognózy bude taženo zejména domácí poptávkou, příspěvky výdajů na spotřebu a tvorbou hrubého kapitálu. Avšak růst HDP by měl tlumit zahraniční obchod, jelikož se předpokládá zvýšení importu.

MMF zveřejnil dlouhodobou predikci vývoje HDP v České republice, avšak tento nepříznivý odhad pro českou ekonomiku je ovlivněn jeho neaktuálností, jelikož tato predikce je z měsíce červenec roku 2014 a MMF doposud nezveřejnil aktuálnější prognózy.

### **3.1.2 Nezaměstnanost**

Jednou z podstatných makroekonomických veličin je míra nezaměstnanosti. Tento ukazatele vystihuje soudobou situaci na trhu práce. Nezaměstnanost je možné charakterizovat jako stav trhu práce, kdy nabídka práce se neshledá s dostatečnou poptávkou po tomto výrobní faktoru nebo na nabídkové straně není dostatečná ochota nabízet tento výrobní faktor. Při hledání vzájemného vztahu mezi mírou nezaměstnanosti a vývojem akciových kurzů nebyl nalezen přímý vztah.



Nezaměstnanost v českém prostředí je nejčastěji měřena pomocí obecné míry nezaměstnanosti. V tabulce 3.3 je uveden vývoj této veličiny v letech 2005 až 2014. Zobrazené hodnoty v jednotlivých letech jsou průměry obecné míry nezaměstnanosti za dané kalendářní období. Tyto data byla získána z od Českého statistického úřadu.

*Tab. 3.3 Vývoj obecné míry nezaměstnanosti v letech 2005 až 2014 (v %)*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Obecná míra nezaměstnanosti	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1

*Zdroj: Český statistický úřad*

V prvních čtyřech letech sledovaného období měla obecná míra nezaměstnanosti klesající tendenci. Tato skutečnost byla způsobena vysokou výkonností české ekonomiky. Po příchodu celosvětové recese do tuzemského hospodářství v letech 2007 a 2008 se podnikatelské subjekty snažily ještě zachovat stávající produkci a tedy i zaměstnanost. Avšak posléze byly nuceny snížit výrobní kapacity vzhledem k nižší poptávce a následně i propouštět, což se projevilo v růstu nezaměstnanosti v České republice.

V roce 2011 došlo k mírnému oživení a zvýšení zaměstnanosti, avšak v následujících letech česká ekonomika stagnovala.

Míra nezaměstnanosti je v tuzemsku ovlivněna nejen hospodářskou situací v zemi, ale také sezónní prací. Tuto skutečnost potvrzují statistické údaje a rubriky Českého statistického úřadu a Ministerstva práce a sociálních věcí (dále jen MPSV). Na základě minulého vývoje je dle MPSV za sezónní práci považováno v českém prostředí stavebnictví, hotelnictví, gastronomie, práce v povrchových lomech, ale také v lesnictví a zemědělství.

Během sledovaného období byla nejvyšší nezaměstnanost v jednotlivých letech evidována pravidelně v měsíci leden, únor a prosinec. Nejvyšší nezaměstnanost se vyskytuje na území Ústeckého, Královehradeckého a Moravskoslezského kraje. Naopak nejnižší nezaměstnanost je v hlavním městě Praha, ve Středočeském a Jihočeském kraji.

Predikce nezaměstnanosti v České republice je uvedena v tabulce č. 3.4. Jedná se o odhad MFČR, MMF a organizace OECD za období od roku 2015 až do roku 2018.

Tab. 3.4 Prognóza vývoje nezaměstnanosti v letech 2015 až 2018 (v %)

	2015	2016	2017	2018
MFČR	5,7	5,6	-	-
MMF	6,0	5,6	5,4	5,1
OECD	6,2	6,0	-	-

Zdroj: MFČR, MMF, OECD

Vzhledem k očekávanému postupnému oživení české ekonomiky se předpokládá ve vývoji na trhu práce postupné snižování nezaměstnanosti a zároveň mírnému růstu zaměstnanosti, což také potvrzují predikce všech tří institucí. MFČR očekává, že se nezaměstnanost bude snižovat zejména v soukromém sektoru. Ekonomicky zaměřený internetový portál [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz), viz zdroj č. 29, zveřejnil očekávaný vývoj na trhu práce, jež je optimistický, vzhledem ke stále dynamicky rostoucí poptávce průmyslových podniků po výrobním faktoru práce. Dalším faktorem napomáhajícím k snížení nezaměstnanosti a zvyšování zaměstnanosti dle tohoto portálu je vyšší aktivita úřadu práce v oblasti rekvalifikace a podpory mladých lidí bez praxe k jejímu získávání. Rovněž došlo v posledních letech k rozvoji specializovaných pracovních agentur, viz zdroj č. 29.

Ve srovnání se zeměmi OECD je nezaměstnanost v České republice od propuknutí recese do celého světa v roce 2008 nižší než průměrná míra nezaměstnanost v těchto zemích. I v rámci predikce OECD se dále očekává nižší nezaměstnanost v tuzemsku než průměrná nezaměstnanost států OECD. Průměrná míry nezaměstnanosti v zemích OECD bude dle předpokladů na úrovni 7,0 % (v roce 2015) a 6,8 % (v roce 2016).

### 3.1.3 Inlace

V ekonomikách k významným makroekonomickým ukazatelům patří také inflace. Tato veličina reprezentuje všeobecný růst cenové hladiny v dané ekonomice za určité období nebo také jako snížená kupní síla peněz. Dle aktuální panující ekonomické situaci v zemi má inflace vliv na kurzy akcií. Je-li ekonomika stabilní, vliv inflace na ceny akciových titulů je neutrální. V případě neočekávaného růstu inflace, v důsledku ekonomické nejistoty, bude zasažen touto skutečností i akciový trh a ceny akcií znehodnotí.

Vývoj inflace v letech 2005 až 2014 v tuzemsku je zobrazen v tabulce č. 3.5. Údaje byly získány od Českého statistického úřadu a MFČR.

Tab. 3.5 Vývoj míry inflace v letech 2005 až 2014 (v %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Míra inflace	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4

Zdroj: Český statistický úřad, MFČR

Na základě výše uvedeného vývoje míry inflace lze konstatovat, že ve sledovaném období každoročně došlo na českém území k růstu cenové hladiny, tedy nebyla zaznamenána deflace. V tomto desetiletém období míra inflace překročila úroveň 3 %, tedy stanovené Maastrichtské kritérium, pouze v roce 2008 a 2012.

Co se týče splnění inflačního cíle, tak v letech 2005 až 2009, byl tento cíl splněn až na výjimku v roce 2008, kdy průměrná míra inflace byla nad touto úrovní. Inflační cíl v letech 2005 až 2009 byl stanoven v intervalu od 1 % do 3 %. Od roku 2010 je inflační cíl zakotven na úrovni 2 %.

V prvním třech měsících roku 2008 míra inflace dokonce překročila hodnotu 7 %. Na tomto vzestupu cenové hladiny měl výrazný podíl růst cen energetických zdrojů a potravin. Následně v průběhu tohoto roku došlo k poklesu cen regulovaného nájemného, zvýšení spotřební daně z cigaret, zvýšení nižší sazby dani z přidané hodnoty a zavedení poplatků ve zdravotnictví v České republice. Tyto skutečnosti způsobily mírný pokles inflace, avšak průměrná míra inflace v roce 2008 i přesto dosáhla výše 6,3 %.

V následujícím roce byl zaznamenán prudký pokles míry inflace na hodnotu 1 %. Na této razantní změně vývoje se podílela finanční a hospodářská recese, která způsobila nízkou ekonomickou aktivitu.

Další výrazný nárůst ve vývoji míry inflace byl zaregistrován v roce 2012 v důsledku zvýšení cen potravin a legislativních změn v daňové oblasti. Následující rok vlivem administrativních změn a zásahů ČNB do ekonomiky prostřednictvím snížení úrokových sazeb a oslabení české měny vůči měně euro došlo k poklesu míry inflace. Rok 2014 byl ovlivněn počiny ČNB z předcházejícího roku, zejména devizovými intervencemi. Rovněž byl zaznamenáno snížení cen v energetice. K obávané deflaci v tomto roce nedošlo, avšak míra inflace se pohybovala pod inflačním cílem.

Dle odhadů MFČR se proinflační působení intervencí, jež byly provedeny v roce 2013, projeví také v průběhu roku 2015, čímž se podpoří pozvolné oživení tuzemské ekonomiky. Tyto skutečnosti na základě předpokladů vyvolají růst spotřebitelských cen a tím i růst míry inflace.

Očekávaný vývoj míry inflace dle instituce MFČR, MMF a organizace OECD v letech 2015 až 2018 je uveden v následující tabulce.

Tab. 3.6 Prognóza vývoje míry inflace v letech 2015 až 2018 (v %)

	2015	2016	2017	2018
MFČR	0,3	1,4	-	-
MMF	1,9	2,0	2,0	2,0
OECD	1,1	1,8	-	-

Zdroj: MFČR, MMF, OECD

MFČR očekává v roce 2015 pomalý růst spotřebitelských cen vlivem výrazného propadu ceny ropy na světových finančních trzích. V následujícím období by se již měly spotřebitelské ceny zvyšovat rychleji, což bude mít proinflační vliv. Avšak inflačního cíle ve výši 2 % ještě nebude dosaženo dle dosud známých predikcí MFČR.

MMF hodnotí budoucí vývoj míry inflace v České republice okolo úrovně 2 %, avšak tohoto inflačního cíle nebude s velkou pravděpodobností dosaženo vlivem desinflace v tuzemsku a globálnímu poklesu ceny ropy. Tato predikce pochází z července 2014, a tudíž nebyly do odhadu míry inflace zahrnuty významné faktory z konce roku 2014.

OECD rovněž hodnotí míru inflace nad úrovní 1 % v obou letech, což může být ovlivněno nedostatečným zahrnutím markantního propadu ceny ropy z 2014 do predikce, jelikož prognóza byla zveřejněna již počátkem listopadu minulého roku. Při srovnání očekávané míry inflace v České republice a průměrné míry inflace v zemích OECD dle této organizace, je odhadovaná inflace v tuzemsku nižší než s tímto průměrem. Prognózovaná průměrná míra inflace ve státech OECD pro rok 2015 je ve výši 1,6 % a v roce 2016 ve výši 1,9 %.

ČNB odhaduje míru inflace do budoucna pouze čtvrtletně a její predikce pro jednotlivá čtvrtletí v roce 2015 ve výši 0,6 %, 1,0 %, 1,1 % a 1,6 %. V roce 2016 očekává trvalý růst inflace, a to ve výši 2,1 % a 2,3 % v prvním a druhém čtvrtletí. V budoucnosti se neočekává změna inflačního cíle, a tedy inflační cíl by měl být v následujících letech na úrovni 2 %.

### 3.1.4 Úrokové míry

Významný vliv na akciové kurzy mají také úrokové míry v ekonomice. Mezi úrokovými sazbami a kurzem akcií lze vysledovat inverzní vztah.

Součástí globální analýzy je v rámci této diplomové práce zkoumáno 5 typů úrokových sazeb, přičemž 3 z nich jsou přímo stanovené ČNB v rámci měnové politiky této instituce. Jedná se o sazbu dvou týdenních repo operací (dále jen 2T Repo sazba), diskontní sazbu a lombardní sazbu. Za úrokovou míru 2T Repo sazba je považováno úročení finančních prostředků komerčních bank, které byly ČNB poskytnuty na základě kolaterálu s cennými

papíry. V případě, že si komerční banky uloží své volné peněžní prostředky u centrální banky přes noc, a to na základě tzv. diskontního úvěru, jsou tyto finanční prostředky úročený diskontní sazbou. Komerční banky mají právo využít možnosti vypůjčení peněžních prostředků od ČNB přes noc za tzv. lombardní sazbu, ale za podmínky zajištění této transakce prostřednictvím cenných papírů.

Dále je analyzována tři měsíční pražská mezibankovní nabídková sazba (dále jen 3M PRIBOR<sup>1</sup>) a výnos 10-ti letých státních dluhopisů (dále jen výnos 10R SD). Jak již z názvu napovídá, 3M PRIBOR je úroková míra, za kterou si banky v tuzemsku půjčují volné peněžní prostředky na dobu tří měsíců. Výnos 10R SD je jedním z významných parametrů, pomocí něhož se stanovují další veličiny, jako jsou například úrokové míry v české ekonomice. Hodnota tohoto dlouhodobého státního dluhopisu je rovněž jedním z Maastrichtských kritérií, kdy součástí konvergenčních kritérií v rámci Evropské měnové unie je i oblast dlouhodobých úrokových sazeb. Za dlouhou úrokovou sazbu u konvergenčních kritérií je považován hrubý výnos vládních (resp. státních) dluhopisů pohybující se s průměrnou dobou splatnosti kolem 10-ti let a je zároveň možné s nimi obchodovat na sekundárních trzích. V českém prostředí splňují tuto podmínku 10-ti leté státní dluhopisy.

Vývoj výše uvedených úrokových sazeb za období do roku 2005 až do roku 2014 je zachycen v tabulce č. 3.7. Údaje o vývoji těchto úrokových měr byly od Eurostatu a od ČNB.

*Tab. 3.7 Vývoj úrokových sazeb v letech 2005 až 2014 (v %)*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
2T Repo sazba	2,00	2,50	3,50	2,25	1,00	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05
Diskontní sazba	1,00	1,50	2,50	1,25	0,25	0,25	0,25	0,05	0,05	0,05
Lombardní sazba	3,00	3,50	4,50	3,25	2,00	1,75	1,75	0,25	0,25	0,25
3M PRIBOR	2,17	2,56	4,05	3,89	1,64	1,22	1,16	1,00	0,46	0,40
Výnos 10R SD	3,54	3,80	4,30	4,63	4,84	3,88	3,71	2,78	2,11	1,58

*Zdroj: Eurostat, ČNB*

V prvním tříletém období dosahovaly úrokové míry vysokých hodnot, což bylo zapříčiněno inflačními tlaky v české ekonomice. Tyto inflační tlaky byly vyvolány rostoucí spotřebou ze strany domácností a rovněž dopady fiskální reformy. Následující období od roku 2008 bylo poznamenáno globální krizí, kterou vyvolala hypotéční krize ve Spojených státech z roku 2007, a která se formou investičních instrumentů rozšířila do celého světa nejprve jako

<sup>1</sup> Zkratka PRIBOR je složena z anglických slov Prague InterBank Offer Rate a je do českého prostředí překládána jako pražská mezibankovní nabídková sazba.

krize bankovní a následně vznikla i krize dluhová. Od roku 2008 se snižovala úroveň úrokových sazeb v České republice, jelikož ČNB se snažila podpořit výkonnost české ekonomiky po jejím zasažení recesí. Došlo tedy k razantnímu snížení 2T Repo sazby, diskontní sazby a lombardní sazby v následujícím roce. Jejich snižování pokračovalo i v následujících letech, kdy v roce 2012 dosáhly tyto úrokové míry svého historického minima, jež je ČNB označováno jako tzv. technická nula. ČNB se rozhodla uskutečňovat nadále svou měnovou politiku prostřednictvím devizových kurzů.

Dle ekonomických analytiků (viz zdroj č.48) na klesající tendenci výnosu 10R SD od roku 2011 významně působilo zlepšení ratingového hodnocení od společnosti Standard and Poor's. Tato ratingová společnost ocenila nejen stabilitu českého bankovní sektoru i v době recese a zlepšila ratingové hodnocení z úrovně A na úroveň AA-. Tato úroveň hodnocení zůstala České republice až doposud. I další významné ratingové společnosti, jako je Fitch a Moody's stanovily rating českého státu na investičním stupni. Jak uvádí ČNB, ratingové hodnocení České republiky dle Fitch je v současnosti na úrovni A1 a v případě ratingové společnosti Moody's A+. Výnos 10R SD se nachází na nejnižší úrovni v celé historii, což je příznivým signálem pro investory ohledně bonity českého státu jako dlužníka. Analytici se shodují, že výnos 10R SD může růst, avšak výborné ratingové hodnocení těchto společností bude tento růst zbrzdňovat, viz zdroj č.48.

Odhadovaný vývoj úrokových sazeb ČNB a OECD v České republice v letech 2015 a 2016 je uveden v tabulce č. 3.8.

*Tab. 3.8 Prognóza vývoje úrokových sazeb v letech 2015 a 2016 (v %)*

	2015	2016
Diskontní sazba (dle ČNB)	0,05	0,05
Lombardní sazba (dle ČNB)	0,25	0,25
3M PRIBOR (dle ČNB)	0,4	1,1
Krátkodobé sazby (dle OECD)	0,4	1,2
Dlouhodobé sazby (dle OECD)	1,4	2,0

*Zdroj: ČNB, OECD*

ČNB očekává v roce 2015 dále trvající oživení českého hospodářství, které chce svou měnovou politikou podpořit a z tohoto důvodu má v plánu nechat lombardní a diskontní sazbu na stávající nízké úrovni. Dle predikovaného postupného oživování tuzemské ekonomiky ČNB očekává zvýšení úrokové míry 3M PRIBOR na hodnotu 1,1 % v roce 2016.

Na základě predikce OECD se rovněž předpokládá postupné zvyšování krátkodobých i úrokových sazeb v tuzemsku.

### 3.1.5 Peněžní zásoba

Peněžní zásoba představuje množství finančních prostředků okamžitě dostupných v příslušné ekonomice. Pro peněžní zásobu a akciové kurzy je charakteristická ta skutečnost, že se mezi těmito veličinami nevyskytuje inverzní vztah. Tuto skutečnost lze vysvětlit tak, že při vyšší likviditě dochází k poklesu úrokových sazeb, což vyvolá růst cen akcií, a naopak.

Peněžní zásobu v českém prostředí tvoří tři peněžní agregáty označované jako M1, M2 a M3. Nejlikvidnější část finančních prostředků v ekonomice pojmenovaném jako peněžní agregát M1, tj. tzv. úzké peníze, zahrnuje mince a bankovky, tedy oběživo a jednodenní vklady. Peněžní agregát M2 představuje tzv. střední peníze, které tvoří peněžní agregát M1 a dále vklady s tříměsíční výpovědní lhůtou a vklady s dobou splatnosti dvou let. Široké peníze, tedy peněžní agregát M3, je reprezentován peněžním agregátem M2, a dále obchodovatelnými nástroji, akciemi, podílovými listy fondů, obligacemi a repo operacemi.

V níže uvedené tabulce 3.9 je zaznamenán vývoj těchto tří peněžních agregátů ve sledovaném desetiletém období od roku 2005 až do roku 2014. Vstupní údaje byly získány od Českého statistického úřadu.

*Tab. 3.9 Vývoj peněžní zásoby v letech 2005 až 2014 (v %)*

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
M1	8,0	13,4	14,7	15,7	9,7	6,1	7,8	6,0	8,9	7,0	10,9
M2	6,2	10,7	14,6	17,0	14,0	0,8	0,3	3,7	4,9	4,6	6,4
M3	6,4	11,1	13,8	16,7	13,1	0,4	0,0	3,1	5,3	5,4	5,7

*Zdroj: Český statistický úřad*

V České republice se do roku 2006 v důsledku rostoucího trendu výkonnosti tuzemské ekonomiky na celkové peněžní zásobě podílely v převážné míře položky peněžního agregátu M1, zejména jednodenní vklady. Následující rok byla provedena úvěrová expanze ČNB, což přispělo k vyšší celkové peněžní nabídce, a tím zvýšení podílů všech peněžních agregátů. Když se v české ekonomice projevila celosvětová krize, snížila se i peněžní zásoba. Nejrazantněji byl zasažen peněžní agregát M2 a M3. Snaha ČNB oživit tuzemskou ekonomiku snížením úrokových sazeb se posléze projevila růstem poskytnutých úvěrů v roce 2011 a v následujících

obdobích. Nárůst peněžního agregátu M1 v roce 2012 byl vyvolán zejména v důsledku rostoucího množství jednodenních vkladů.

Na základě odhadů MFČR a ČNB se očekává, že se česká ekonomika postupně dostane z krize a dojde k oživení ekonomické situace na tuzemském trhu. Tímto je také prognózován postupný růst peněžní zásoby, popř. oscilace okolo jejího vývoje v následujících dvou letech. Doposud byla zveřejněna predikce pouze peněžního agregátu M2 pro rok 2015, přičemž se očekává zvýšení ekonomické výkonnosti v České republice, a tím i mírný nárůst této makroekonomické veličiny na úroveň 4,6 %.

### 3.1.6 Devizové kurzy

Kurzy měn jednotlivých národních ekonomik, nebo-li devizové kurzy, jsou významným faktorem nejen v podnikové sféře, ale mají podstatný význam na makroekonomické úrovni. Mezi vývojem cen akciových titulů a devizovými kurzy nebyl doposud nalezen přímý vztah, jak tvrdí Veselá (2003).

Globálně je nejvíce používanou měnou k obchodování americký dolar a měna euro. Vývoj těchto měn ve sledovaném období od roku 2005 až do roku 2014 je zobrazen v následující tabulce. Hodnoty devizových kurzů jsou vyjádřeny jako průměr kurzů měn za dané kalendářní období. Přičemž tyto údaje byly převzaty od Českého statistického úřadu.

*Tab. 3.10 Vývoj vybraných devizových kurzů v letech 2005 až 2014*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZK/EUR	29,78	28,34	27,76	24,94	26,45	25,29	24,59	25,14	25,97	27,53
CZK/USD	23,95	22,61	20,31	17,04	19,06	19,11	17,69	19,58	19,57	20,75

*Zdroj: Český statistický úřad*

Česká měna v letech 2004 až 2008 posilovala nejen vůči euru, ale také i vůči dolaru a jiným měnám. Následovalo znehodnocení koruny vůči těmto měnám.

V dalších letech se kurz dolaru pohyboval přes hranici 19,00 CZK/USD, avšak nepřekročil hodnotu 19,60 CZK/USD, a to s výjimkou v roce 2011, kdy kurz české měny vůči dolaru pokles až na hodnotu 17,69 CZK/USD.

Kurz eura se pohyboval od roku 2009 až do roku 2013 v pásmu od 26,45 až 24,59 CZK/EUR. Nejnižší kurz eura ve sledovaném období byl v roce 2011. V roce 2013 ČNB provedla intervence vůči směnnému kurzu CZK/EUR, což přispělo k oslabení koruny vůči euru. Toto opatření bylo uskutečněno na podzim daného roku, a tudíž se v tak velké míře



neprojevily na průměrném kurzu roku 2013. Intervence centrální banky výrazně zasáhly kurz eura v roce 2014, kdy se průměrný kurz pohyboval okolo hodnoty 27,60 CZK/EUR. Nejnižší kurz eura v tomto kalendářním období klesl na úroveň 27,33 CZK/EUR a nejvyšší hodnota dosáhla do výše 28,00 CZK/EUR.

V níže uvedené tabulce č. 3.11 je zobrazena predikce vývoje kurzu CZK/EUR od dvou institucí, a to MFČR a Eurostatu, na následující dvě období.

*Tab. č. 3.11 Prognóza vývoje kurzu CZK/EUR v letech 2015 a 2016 (v %)*

	2015	2016
MFČR	27,7	27,6
Eurostat	27,8	-

*Zdroj: MFČR, Eurostat*

Cílem ČNB je ještě udržet kurz české koruny vůči euru okolo hodnoty 27,00 a 28,00 CZK/EUR až do konce roku 2016 prostřednictvím devizových intervencí. Na základě těchto skutečností MFČR vydalo výše uvedenou predikci. Analytici instituce Eurostat předpokládají ještě větší znehodnocení české měny vůči euru než pracovníci MFČR.

### **3.1.7 Celkové zhodnocení makroekonomické situace**

Oslabená výkonnost české ekonomiky po jejím zasažením globální recesí, jež se významně projevila v roce 2009, jak lze pozorovat z tabulky 3.1, se začala zotavovat ze snížené ekonomické aktivity a v roce 2014 nastal zlom ve vývoji, přičemž dle odhadů MFČR a ČNB se nejedná o krátkodobé oživení tuzemské ekonomiky.

Oživení ekonomické aktivity v tuzemsku dle prognóz MFČR potáhne zejména rostoucí domácí poptávka. Další významným faktorem, který s velkou pravděpodobností ovlivní růstovou tendenci výkonnosti české ekonomiky, bude tvorba hrubého kapitálu. Avšak růst HPD bude brzdít bilance zahraničního obchodu, jelikož MFČR očekává zvýšení importu. Nicméně běžný účet platební bilance zůstane i přes tuto skutečnost přebytkový, a to z důvodu zvýšení bilance zboží vlivem velmi nízkých cen ropy na světových finančních trzích a devizových intervencí ČNB.

Rovněž je předpokládána zlepšující se ekonomické situace hlavních zahraničních obchodních partnerů České republiky, zejména Německa. I přesto přetrvává v eurozóně riziko eskalace krize, a to převážně v souvislosti s okrajovými částmi eurozóny. V těchto zemích panuje nejistota ohledně budoucího oživení výkonnosti příslušných ekonomik. Dalším

negativem je zhoršena ekonomická situace Ruska, kde hrozí pád národní měny „rubl“. Tato země je významným exportérem, ale i importérem, statků a služeb nejen v České republice. Již nyní nepříznivý ekonomický vývoj Ruska ovlivnil některé finanční trhy, a tím obchody s komoditami, a některé další ekonomiky. Na druhou stranu je pozitivním signálem zlepšující se stav ekonomiky Spojených států.

MFČR očekává snížení podílu spotřeby ze strany vlády na HDP. Avšak tento pokles vládní spotřeby bude kompenzován odhadovaným dynamickým zvyšováním spotřeby ze strany domácností. Za rok 2014 je odhadován vzrůst soukromé spotřeby o 0,6 % a v roce 2015 je ještě prognóza optimističtější. Nárůst je odhadnut o hodnotu 1,5 %. Taktéž jsou pozitivní odhady ohledně vývoje tvorby hrubého fixního kapitálu.

Prognózované oživení české ekonomiky se projeví i v oblasti nezaměstnanosti a růstu platů a mezd. V roce 2015 se dle odhadů MFČR očekává zvýšení platů a mezd o hodnotu 0,5 %.

V legislativě České republiky jsou předpokládány změny zejména v daňové oblasti, a to u nepřímých daní.

Bankovní rada ČNB zveřejnila své záměry ohledně jejího budoucího působení v české ekonomice, kde uvedla, že monetární politiku bude provádět zejména prostřednictvím devizových kurzu, a tím ponecháním kurzu české koruny vůči euru na vysoké úrovni až do konce roku 2016. Rovněž má v plánu nechat úrokové sazby ve stávající výši s cílem podpořit domácí ekonomiku. Až po dostatečném oživení tuzemské ekonomické aktivity bude dle prognóz používat k provádění monetární politiky i úrokové míry.

### **3.2 Odvětvová analýza**

Součástí fundamentální analýzy je zhodnocení situace v odvětví, ve kterém analyzovaná společnost působí. V rámci této diplomové práce je odvětvová analýza zaměřena na analýzu trhu s ropou, charakteristické vlastnosti rafinérského a také petrochemického průmyslu, regulace a dohled v tomto sektoru ekonomiky, tržní strukturu, konkurenční prostředí, podmínky pro vstup do tohoto odvětví, jeho citlivost na hospodářský vývoj a v neposlední řadě prognóza vývoje rafinérského a petrochemického průmyslu.

Skupina UNIPETROL se specializuje na zpracování ropy a produkci petrochemických výrobků. Současně se zabývá i maloobchodní distribucí pohonných hmot. Na základě klasifikace ekonomických činností CZ-NACE lze tyto tři hlavní činnosti podnikání skupiny UNIPETROL rozdělit do příslušných kategorií a to tak, že

- **činnost v oblasti rafinérií** se řadí do sekce C – Zpracovatelský průmysl, konkrétně kategorie 19.2 – Výroba rafinovaných ropných produktů;
- **činnost v sekci petrochemického průmyslu** náleží rovněž do sekce C – Zpracovatelský průmysl a dále do kategorie 20 – Výroba chemických látek a chemických přípravků;
- **maloobchodní distribuce pohonných hmot** je součástí sekce G – Velkoobchod a maloobchod; opravy a údržba motorových vozidel a v rámci této sekce se řadí do kategorie 47.3 – Maloobchod s pohonnými hmotami ve specializovaných prodejnách dle příslušné klasifikace.

V dalších částech je následně považováno za odvětví skupiny UNIPETROL rafinérský a petrochemický průmysl, přičemž se tímto označením rozumí všechny tři oblasti podnikatelské činnosti skupiny UNIPETROL.

### 3.2.1 Analýza trhu s ropou

Ropa je významnou komoditou, ze které se následně vyrábí nemalé množství produktů. Tyto výrobky lze rozdělit do několika kategorií, kterými jsou motorová paliva, topné oleje, maziva a pevné uhlovodíky.

Černé zlato, jak je označována ropa, rozděluje ropný průmysl na základě jejího původu nebo hustoty. Dle hustoty se rozlišuje ropa na lehkou, středně těžkou a těžkou. Rafinérie rovněž užívají rozdělení na sladkou ropu, jež obsahuje málo síry, a kyselou ropu, u které je koncentrace síry vyšší než 0,5 %.

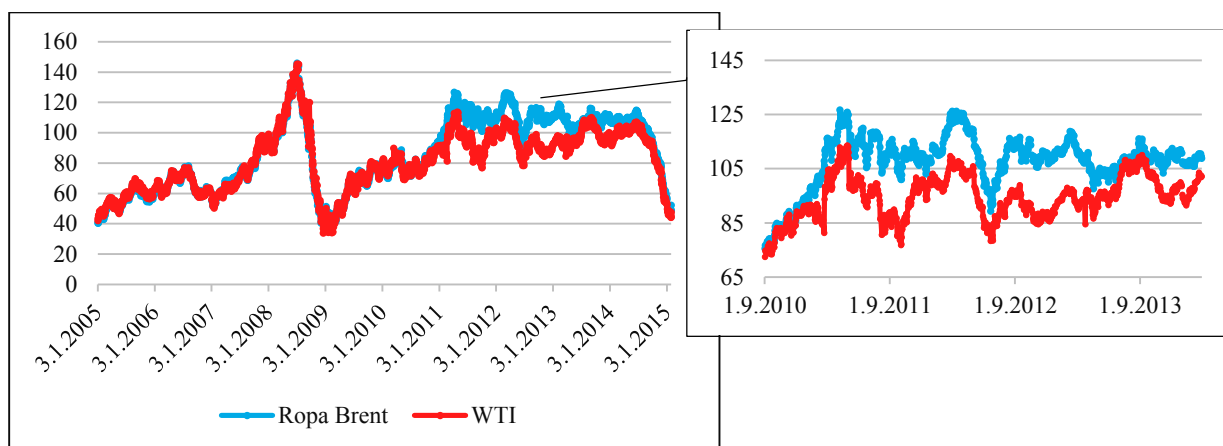
V oblasti těžby ropy je významnou organizací Organizace zemí vyvážejících ropu (dále jen OPEC). Součástí OPEC je 12 zemí, zejména z Blízkého východu, kterými je Alžírsko, Angola, Ekvádor, Irák, Irán, Katar, Kuvajt, Libye, Nigérie, Saudská Arábie, Spojené arabské emiráty a Venezuela. Tyto státy mají podíl na celkové produkci ropy ve výši 40 % (dle statistik OPEC). Dalšími významnými producenti černého zlata je Brazílie, Čína, Kanada, Mexiko, Norsko, Rusko a USA.

Jak již bylo uvedeno výše, ropu lze dělit podle původu. Nejznámějšími typy ropy dle původu a jejího následného prodeje je **ropa Brent** těžící se v oblasti Severního moře, americká ropa **West Texas Intermediate (WTI)**, **ropa Dubai**, **ropa Tapis**, **ropa Minas** všechny tři těžící se na Blízkém východě a dále **koš OPEC**, jež zahrnuje různé druhy ropy (Arab Light, Bonny Light, Fateh, Isthmus, Minas, Saharan Blend, Tia Juana Light), které jsou nejen vytěžené zeměmi organizace OPEC, ale i dalšími státy jako je například Mexiko.

Na americkém kontinentu se nejčastěji obchoduje s ropou West Texas Intermediate (dále jen WTI) a v Evropě je nejobchodovanější ropou severomořská ropa Brent. Nejvýznamnějšími ropnými burzami je burza New York Mercantile Exchange, jež je součástí CME Group, a evropská burza Intercontinental Exchange. Obchodované množství je 1 barel, který představuje 158,987 litrů. Obvykle je cena barelu na finančních trzích vyjádřena americkým dolarem.

Ceny jednotlivých druhů ropy se pohybují víceméně na stejné úrovni, popř. je rozdíl cen minimální, tedy v centech při měně amerického dolaru. Avšak při sledování historického vývoje dvou nejvýznamnějších typů ropy, tj. ropy Brent a ropy WTI, byl nalezen významný rozdíl v letech od roku 2010 do poloviny roku 2014. Vývoj kurzů cen těchto druhů ropy lze sledovat z následujícího grafického zobrazení 3.1 za období od 3. ledna roku 2005 až do 31. ledna roku 2015. Dále je z tohoto grafu přiblíženo období od 1. září roku 2010 až do 1. září roku 2013, kdy byl rozdíl mezi cenami ropy Brent a ropy WTI nejmarkantnější. Vývoj kurzu ceny těchto druhů ropy byl převzat z internetového portálu [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz).

*Graf 3.1 Vývoj ceny ropy Brent a ropy WTI v období od 3. 1. 2005 do 31. 1. 2015 (v USD/barel)*



*Zdroj: [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz)*

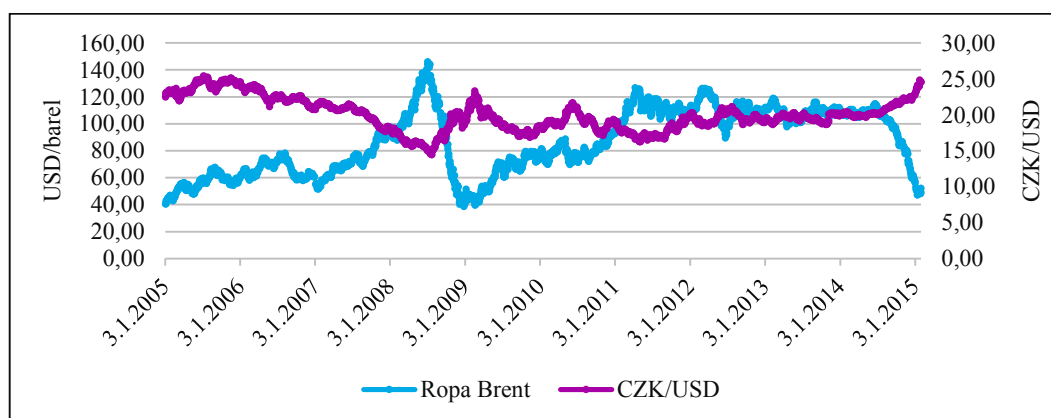
Obdobný vývoj ceny jednotlivých druhů ropy lze interpretovat tím, že poptávka nahradí dražší ropu levnější, popř. může zde působit i faktor kvality ropy. Nicméně na výrazný rozdíl mezi cenami ropy Brent a ropy WTI měly vliv jiné faktory. Ropa WTI byla považována za základní typ ropy a tudíž se od její ceny odvozovaly další ceny na trhu s ropou. Avšak v roce 2009 významní ropní exportéři, kterými je Irák, Kuvajt a Saudská Arábie, vyměnily svůj cenový základ za ropu typu Brent. Tímto se ropa Brent dostala více do podvědomí v globálním měřítku. Dále došlo k převisu nabídky nad poptávkou ropy vytěžené na kontinentu Severní Ameriky, čímž došlo k cenovým rozdílům. Rovněž vývoz severoamerické ropy byl slabý a ropa

Brent se tak dostala před ropu WTI. Ropa WTI v současnosti reaguje na případné výkyvy mnohem silněji a ropa Brent je tímto považována za hlavní ropu na světovém ropném trhu.

Závislost mezi dílčími druhy ropy lze ilustrovat pomocí korelační analýzy, jež byla aplikována v programu IBM SPSS Statistics 22 (dále jen SPSS) a je uvedena v příloze č. 1. Závislost mezi cenou ropy Brent a ropy WTI je pozitivní a velmi vysoká. Dosahuje hodnoty 0,957 při hladině statistické významnosti ve výši 0,01 %.

Dalším významným faktorem jsou devizové kurzy měn, zejména amerického dolaru a v poslední době i ruský rubl. Vývoj ceny ropy Brent a kurzu amerického dolaru, vyjádřené v českých korunách za americký dolar (dále jen CZK/USD), v období od 3. ledna roku 2005 až do 31. ledna roku 2015 je uveden v následujícím grafu. Data o vývoji jednotlivých kurzů byla získána z internetového portálu [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz). K porovnání byla vybrána ropa Brent nejen z důvodu, že její cena je základní na ropném trhu, rovněž je nejčastěji importována do České republiky, jak uvádí Ministerstvo průmyslu a obchodu (dále jen MPO), ale také je hlavní komoditou při výrobě produktů analyzované společnosti a její skupiny UNIPETROL.

*Graf 3.2 Vývoj ropy Brent a CZK/USD v letech od 3. 1. 2005 do 31. 1. 2015*



*Zdroj: [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz)*

Na základě výše uvedeného grafu 3.2 lze konstatovat, že americký dolar má významný vliv na vývoj ropy. Při zhodnocení amerického dolaru dochází k poklesu ceny ropy a při znehodnocení dolaru cena ropy roste. Tuto skutečnost lze vysvětlit tím, že při znehodnocení dolaru je ropa levnější, a tím poptávka po černém zlatě roste a naopak.

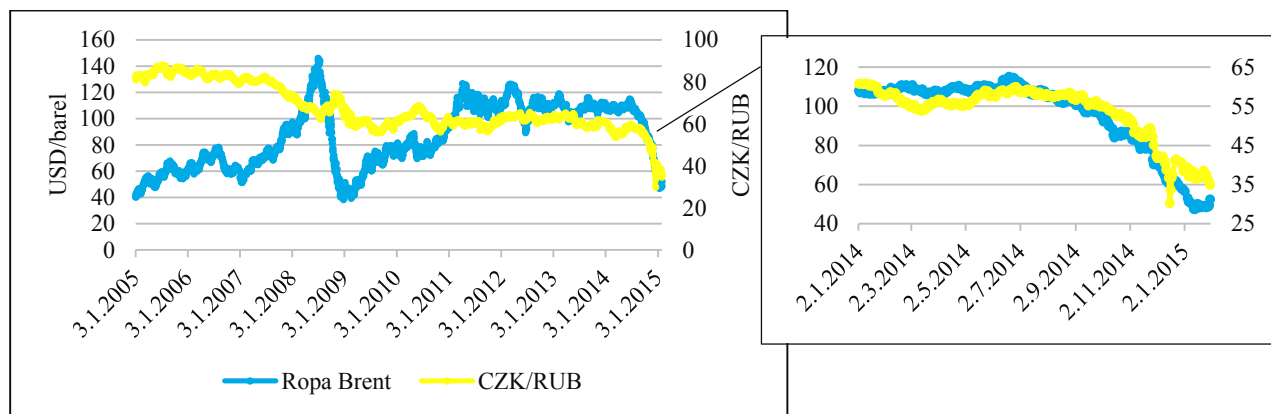
Za účelem zhodnocení závislosti ceny ropy a kurzu amerického dolaru, byla v programu SPSS provedena korelační analýza. Na základě této analýzy je vzájemný vztah na úrovni - 0,643, jejichž statistická významnost je ve výši 0,01 %. Tyto údaje vypovídají o poměrně

vysoké negativní závislosti ukazatelů při vysoké hladině statistické významnosti. Korelační analýza mezi ropou typu Brent a americkým dolarem je zobrazena v příloze č. 1.

Americký dolar má významný vliv na cenu ropy, jelikož je považován za hlavní měnu na světových trzích. Avšak vývoj ceny ropy ovlivňují i další devizové kurzy.

V následujícím grafickém zobrazení je uveden vývoj kurzu ruského rublu vyjádřeného v české měně vůči rublu (dále jen CZK/RUB). Vývoj je sledován za období do 1. ledna roku 2005 až do 31. ledna roku 2015, přičemž je blíže přiblížen vývoj ruského rublu od 2. ledna roku 2014 do 31. ledna roku 2015, jelikož v tomto období měl rubl významný vliv na trh ropy. Údaje byly převzaty z portálu [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz).

*Graf 3.3 Vývoj ceny ropy Brent a CZK/RUB v letech od 3. 1. 2005 do 31. 1. 2015*



*Zdroj: [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz)*

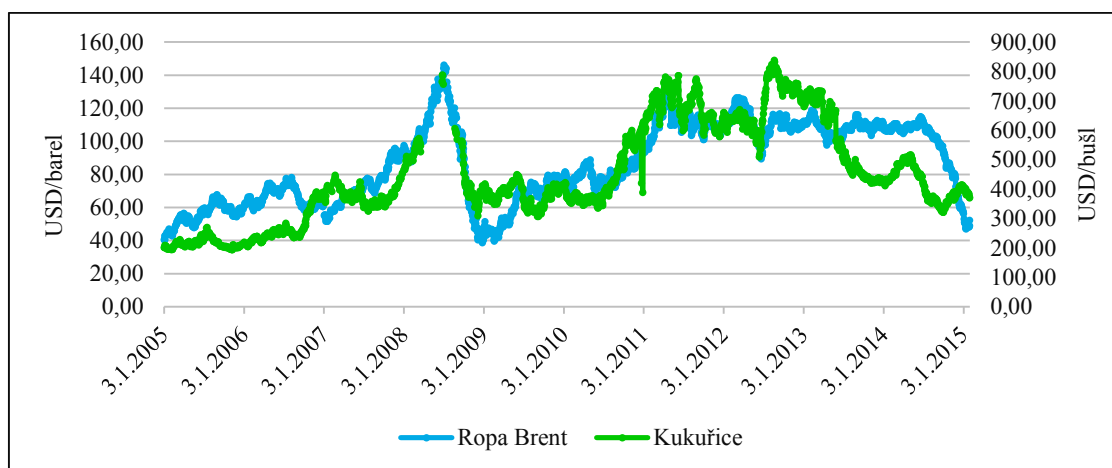
Na základě grafického porovnání vlivu ruského rublu (viz graf č. 3.3) a amerického dolaru (viz graf č. 3.2) na cenu ropy Brent, lze konstatovat, že změny obou měn působí převážně stejným směrem na cenu ropy, avšak vliv amerického dolaru je vyšší.

Rovněž byla závislost rublu na cenu ropy hodnocena prostřednictvím korelační analýzy v programu SPSS. Mezi oběma veličinami je závislost negativní, a to ve výši  $-0,486$ , při hladině statistické významnosti  $0,01\%$ . Tyto výsledky potvrzují grafickou analýzu obou měn a to, že ve sledovaném období od 3. 1. 2005 do 31. 1. 2015 měl vyšší vliv americký dolar na ruský rubl. Avšak v průběhu roku 2014 ruský rubl začal výrazně znehodnocovat vůči měnám na finančních trzích a tento pokles rublu měly vliv i na pokles ceny, což lze dokumentovat v grafickém zobrazení 3.3 a jeho přiblížení na toto období. Při porovnání tohoto období v rámci korelační analýzy v programu SPSS je již závislost pozitivní a na úrovni  $0,956$  při hladině statistické významnosti  $0,01\%$ , což vypovídá o tom, že propad ruského rublu mohl způsobit pokles ceny ropy Brent. Americký dolar v tomto období měl ve srovnání s ruským rublem o

menší kousek nižší závislost. Závislost amerického dolaru na cenu ropy Brent je v tomto zkráceném období negativní ve výši  $-0,95$  při hladině významnosti  $0,01\%$ . Korelační analýza všech proměnných za období od 3. 1. 2005 do 31. 1. 2015 i jednotlivě za rok 2014 je uvedena v příloze č. 1.

Na cenu ropy mají rovněž vliv i další komodity, jako je například cena kukuřice, pšenice nebo řepky olejné a to z důvodu, že tyto suroviny lze použít k výrobě finálních produktů, které je také možné vyrobit z ropy. Nejvýznamnějším substitutem ve výrobě je kukuřice a na základě této skutečnosti, je tato komodita porovnána v grafické analýze s ropou Brent za sledované období od 3. ledna roku 2005 až do 31. ledna roku 2015. Data o vývoji ceny kukuřice a ropy Brent byla získána z internetového portálu [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz).

*Graf 3.4 Vývoj ceny ropy Brent a kukuřice v letech od 3. 1. 2005 do 31. 1. 2015*



*Zdroj: [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz)*

Je možné konstatovat na základě výše uvedeného grafického zobrazení 3.4, že při růstu ceny ropy dojde k vzestupu ceny kukuřice. Což lze vysvětlit tím, že při růstu ceny ropy se producenti finálních produktů zaměří na výrobu těchto produktů za pomoci kukuřice. To platí i opačně. Tedy mezi oběma komoditami je pozitivní závislost. Tuto skutečnost potvrdila i korelační analýza aplikovaná v programu SPSS. Pozitivní závislost mezi ukazateli je na vysoké úrovni  $0,792$  při hladině významnosti ve výši  $0,01\%$ . Korelační analýza ropy Brent a ceny kukuřice je zobrazena v příloze č. 1.

Krom výše uvedených faktorů, jako jsou ceny jednotlivých druhů ropy, ceny substitutů při výrobě, devizové kurzy měn, působí na ceny na trhu s ropou i další faktory. Jedním z nich je způsob těžby ropy. Černé zlato je možné těžit třemi způsoby, a to primární, sekundární a terciální metodou, přičemž těžba ropy primární metodou je nejsnadnější a nejméně nákladná.

Naopak nejnákladnější a nejnáročnější těžba je metodou terciální. V současnosti se těží ropa zejména primární ale i v menší míře sekundární metodou. Jakmile už nebude možné získávat tuto komoditu primární metodou, bude nezbytné přejít k náročnějším a nákladnějším metodám, jak uvádí rafinérský portál. Způsob těžby je ovlivněn zásobami ropy, jež nejsou nekonečné. Nelze přesně stanovit množství zásoby ropy, avšak existují různé teorie. Na základě těchto skutečností lze konstatovat, že při nižší zásobě ropy a tedy využití náročnějších a nákladnějších metod, cena ropy vzroste. Rovněž na těžbu ropy působí havárie a počasí, viz zdroj č. 43.

Vzhledem k nestabilitě v některých zemích, kde se těží ropa, je dalším faktorem, jež může ovlivnit nabídkovou stranu, politická a ekonomická situace v těchto zemích. Jedná se zejména o země Blízkého východu.

Na mezinárodní scéně může ovlivnit množství vytěžené ropy také organizace OPEC, která má možnost snížit těžbu ropy v rámci jejich členů.

Dalším faktorem na evropské a americké půdě je zpřísnování legislativních opatření související s ropou a produktů z ní vyrobených. Jako příklad lze uvést zavedení biosložky do motorových paliv. V případě České republiky jde rovněž o zpřísnění zákonů tak, aby nedocházelo k daňovým únikům a stínové ekonomice v souvislosti s ropou.

Jedním z nejvýznamnějších faktorů je však poptávková strana.

### **3.2.2 Charakteristika rafinérského průmyslu v České republice**

Podnikatelská činnost v oblasti rafinérského průmyslu podléhá mimo jiné zákonu č. 311/2006 Sb., o pohonných hmotách a čerpacích stanicích pohonných hmot a o změně některých souvisejících zákonů. Tento právní předpis byl implementován do české legislativy na základě sjednocení zákonů v oblasti pohonných hmot v Evropské unii. Součástí tohoto zákona je i povinnost registrace distributora pohonných hmot u celního úřadu na základě splnění stanovených podmínek dle § 6g tohoto zákona. Na základě této registrace je vedena evidence čerpacích stanic MPO, která slouží českým úřadům a úřadům Evropské unie ke kontrole obsahu a pohybu pohonných hmot v tuzemsku a také k eliminaci stínové ekonomiky s pohonnými hmotami.

Dle § 4 výše uvedeného zákona je povinností nejen distributorů, ale i výrobců, dovozců a vývozců, předkládat MPO souhrnnou roční zprávu o složení a množství jednotlivých typů pohonných hmot, a to vždy ke dni 28. února. V rámci tohoto zákona je rovněž vymezeno složení motorových paliv, které musejí obsahovat biosložku.



Tuzemský trh se delší dobou potýkal se stínovou ekonomikou v oblasti pohonných hmot, avšak za účelem zamezení nelegálního obchodování s motorovými palivy byly novelizovány zákony v daňové oblasti, zejména zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty, jejímž účelem je zpřísnění podmínek pro podnikání v oblasti distribuce a prodeje pohonných hmot.

Rovněž byla omezena doprava ropy do České republiky prostřednictvím silniční dopravy. Cílem tohoto kroku je opět odstranění stínové ekonomiky. Importovat ropu na tuzemský trh je ještě možné prostřednictvím železniční a potrubní dopravy, což však souvisí s omezeným množstvím železničních tratí a potrubí. Stínová ekonomika nebyla však těmito zákonodárnými kroky úplně odstraněna, jelikož k provozování nelegální podnikatelské činnosti v oblasti pohonných hmot lze využít ještě železniční dopravu. Avšak výrobci v rafinérském segmentu předpokládají snížení stínové ekonomiky až na polovinu.

Legálně dovezená ropa sloužící k výrobě v rafinérském průmyslu je dovážena do České republiky pomocí potrubní dopravy, a to ropovodů Družba a IKL. Zejména je využíván ropovod Družba, jehož prostřednictvím bylo v roce 2013 dovezeno 60 % importované ropy a jeho kapacitní možnosti jsou ve výši 20 mil. tun ročně. Avšak této kapacity nebylo doposud plně využito. Ropovod Družba slouží k dopravě ropy na tuzemský trh z Ruska. Za účelem snížení závislosti České republiky na dovozu ruské ropy je využíván ropovod IKL (Ingolstadt – Kralupy nad Vltavou – Litvínov), který slouží k dopravě zejména arabské ropy. V případě pozastavení dovozu ruské ropy má Česká republika možnost dále využít ropovody Adria a Odessa – Brody. Nicméně kapacitní možnosti těchto ropovodů nejsou v takové míře jako ropovod Družba.

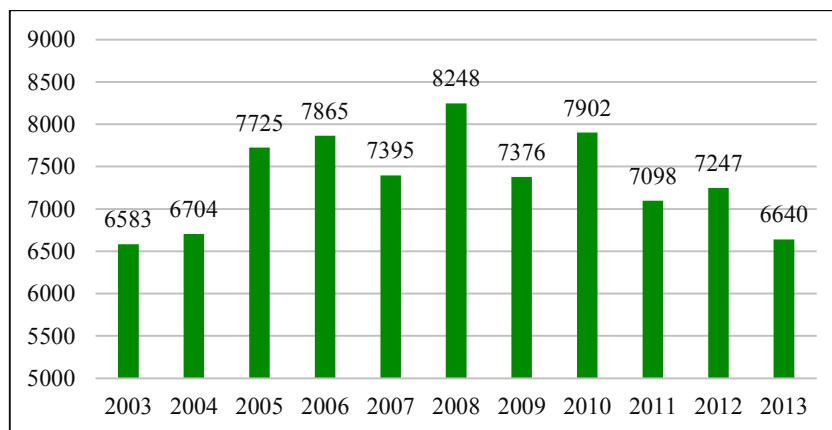
Na základě Směrnice 119/2009/ES, o povinné nouzové zásobě ropy a ropných produktů, jsou členské státy Evropské unie povinny držet zásobu ropy a vybraných rafinérských výrobků minimálně ve výši 90 dnů jejich průměrného denního čistého dovozu, který byl zaznamenán v předcházejícím kalendářním roce a jehož zásoby byly v držení daného státu. Pod vybranými rafinérskými výrobky se rozumí motorové benzíny, topné oleje, střední oleje a plynové oleje. MPO zveřejňuje informace o výši nouzové zásoby, viz zdroj č. 37. Dle posledních zveřejněných stavech zásoby ropy a ropných produktů, Česká republika splňuje tento limit a jeho výše k poslednímu uvedenému datu ke dni 31. 12. 2013 je na úrovni 94,8 dní. Cílem povinného zavedení nouzové zásoby je nestabilní situace v zemích, jež dovážejí ropu na území Evropské unie. V případě výpadku importu této komodity do příslušného státu, vláda odprodá tyto zásoby podnikům, se kterými má předem uzavřenou smlouvu o prodeji nouzové zásoby ropy. Tímto je zabezpečen plynulý chod členských ekonomik do té doby, než se obnoví import z dané země nebo naleznou jiná řešení. Pro Českou republiku je tato rezerva velmi významná, jelikož

je tuzemská ekonomika závislá na dovozu ruské ropy. Přičemž v Rusku v současnosti panuje nestabilní ekonomická situace a zároveň jsou velmi vypjaté vztahy mezi Ruskem a Ukrajinou, přes kterou vede ropovod Družba.

MPO každoročně zveřejňuje informace o pohybu ropy a ropných produktů na českém území. Dle jejich publikace, viz zdroj č.37, bylo v roce 2013 na tuzemský trh importováno více než 6,5 mil. tun ropy v hodnotě 104,2 mld. Kč, což je ve srovnání s předcházejícím rokem pokles dovezeného množství ropy o 7,4 %. Dovoz zajistily tři společnosti, a to firmy Agip Česká republika, s. r. o., Shell Czech Republic, a. s. a Unipetrol RPA, a. s. (člen skupiny UNIPETROL). Ropa byla dovezena zejména z Ruska, přičemž podíl dovozu ropy z této země činil na celkovém dovozu této komodity 64,3 %. Dalšími importujícími zeměmi byl Ázerbájdžán (25,33 %), Kazachstán (9,46 %) a Alžírsko (0,91 %). Dovezenou ropou byla zejména severomořská ropa Brent a ruská ropa REBCO.

Celkem bylo v roce 2013 zpracováno na českém území 6,7 mil. tun ropy. Ve srovnání s předešlým rokem došlo k snížení množství zpracované ropy v České republice o 8 %. Vývoj celkového zpracovaného množství ropy na tuzemském trhu za období od roku 2003 až do roku 2014 se nachází v následující grafu. Vstupní údaje byly převzaty od MPO.

*Graf 3.5 Vývoj celkového zpracovaného množství ropy v České republice v období 2003 až 2013 (v mil. tunách)*



*Zdroj: MPO*

Množství ropy, které bylo na českém území celkově zpracováno v jednotlivých letech, bylo závislé na vývoji zejména poptávky po rafinérských produktech tuzemských podnikatelských subjektů a domácností, ale také i poptávkou po těchto výrobcích v zahraničí. Dalším faktorem, který měl vliv na tento vývoj je cena jednotlivých druhů ropy, jež je importována do České republiky. Převážně se jedná o typ severomořské ropy Brent. Rovněž na

celkové množství zpracované ropy působí politické a ekonomické situace zemí těžící ropu a státy, přes které se ropa dováží na tuzemský trh a také globální ekonomická situace, a tudíž i nedávná globální krize.

### **3.2.3 Distribuce a prodej ropných produktů**

S produkcí rafinérských produktů úzce souvisí její distribuce a prodej. Česká republika disponuje nejvyšší koncentrací čerpacích stanic na jednoho obyvatele v Evropě. Ke dni 1. 6. 2014 bylo na českém území evidováno 6 990 čerpacích stanic, jak uvádí MPO. Jednotlivé typy čerpacích stanic se rozlišují dle jejich distributora a prodejce nebo také podle nabízených druhů a množství ropných produktů. Nejčastějším typem čerpacích stanic v tuzemsku jsou tzv. standardní čerpací stanice, jejichž prodejním portfoliem jsou motorové benzíny a nafty, LPG a rovněž paliva s vyšším obsahem biosložky. Nejvyšší koncentrace čerpacích stanic je ve Středočeském kraji (1 061 čerpacích stanic), dále v Jihomoravském kraji (724 čerpacích stanic), v Jihočeském kraji (658 čerpacích stanic) a v Moravskoslezském kraji (581 čerpacích stanic). Naopak nejmenší koncentrace je v Karlovarském kraji, Libereckém kraji a v hlavním městě Praha, přičemž počet čerpacích stanic na těchto územích nedosahuje ani hodnoty 300.

### **3.2.4 Charakteristik petrochemického průmyslu v České republice**

Nejen v rafinérském segmentu, ale i v petrochemickém průmyslu je zapotřebí dodržovat a implementovat do českého právního prostředí zákony, směrnice, nařízení a vyhlášky příslušných orgánů Evropské unie. V rámci společných politik Evropské unie byla rovněž vytvořena politika v oblasti chemie známa pod zkratkou REACH (angl. „the Registration, Authorisation and Restriction of Chemicals“), přičemž do českého prostředí je překládána jako „registrace, hodnocení, povolování a omezování chemických látek“.

Nejdůležitější současnou právní normou je Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1907/2006 o registraci, hodnocení, povolování a omezování chemických látek, o zřízení Evropské agentury pro chemické látky, o změně směrnice 1999/45/ES a o zrušení nařízení Rady (EHS) č. 793/93, nařízení Komise (ES) č. 1488/94, směrnice Rady 76/769/EHS a směrnic Komise 91/155/EHS, 93/67/EHS, 93/105/ES a 2000/21/ES. Tento dokument upravuje povinnost registrovat chemické látky, které jsou považovány za rizikové u Evropské agentury pro chemické látky. Tato agentura rozhoduje o rizikovosti a její míře dané chemické látky a následně na základě žádosti o registraci a uhrazeného vyčísleného poplatku tyto látky registruje.

Registrační povinnost mají všichni výrobci a distributoři na území Evropské unie. Splnit tuto podmínku je nutné nejpozději ke dni 1. 6. 2018.

Jestliže se subjekt rozhodne podnikat s těmito rizikovými chemickými látkami je také povinen podat žádost o povolení a uhradit poplatek. Žádost o povolení uskutečňování podnikatelské činnosti v této oblasti schvaluje rovněž Evropská agentura pro chemické látky.

Cílem této právní normy je eliminovat rizika spojená s rizikovými chemickými látkami a zvýšit bezpečnost a ochranu pracovníků, kteří se dostávají do styku s těmito látkami. Rovněž je účelem snížit stínovou ekonomiku v této oblasti, i když ta není tak významná jako v případě rafinérského průmyslu.

Na rozdíl od spotřebitelů ropných výrobků rafinérského sektoru, kterými jsou nejen podnikatelské subjekty, ale i domácnosti, jsou odběrateli petrochemických produktů pouze podnikatelské subjekty, zejména právnické osoby, které tyto výrobky dále používají jako vstupní materiál ke své ekonomické činnosti.

Petrochemický průmysl v České republice nemá tak značný význam ve srovnání s členskými státy Evropské unie jako rafinérský sektor. Podíl českého petrochemického průmyslu na celkových tržbách tohoto sektoru v rámci Evropské unie nedosahuje ani jednoho procenta. Za evropské lídry v produkci petrochemie lze považovat Německo, Francii, Nizozemsko, Itálii a Velkou Británii. Doposud je za celosvětovou jedničku považována Evropa, ale dynamicky roste výroba petrochemického průmyslu na asijském kontinentu, zejména v Číně a Indii. Tyto informace petrochemickém průmyslu a jeho zahraničním obchodu jsou uvedeny v odborné publikaci dostupné na internetovém portálu, viz zdroj č.33.

Produkty jsou zejména exportovány do ekonomiky Německa, Slovenské republiky, Polska, Maďarska, Rakouska a Slovinska. Tyto země se podílejí na celkovém českém vývozu petrochemikálií více než 50 %.

Za posledních 20 let zaznamenala obchodní bilance petrochemického průmyslu převážně záporné saldo, avšak v tomto sektoru ve sledovaném období bylo třikrát dosaženo kladného salda obchodní bilance.

### **3.2.5 Regulace a dohled v odvětví**

Nad jednotlivými sektory ekonomiky dohlíží státní orgány, popř. orgány Evropské unie. Tyto instituce disponují pravomocemi v podobě podílení se na vytváření právního prostředí v odvětví, udělování licencí a patentů, stanovení cenových stropů, zabezpečení kvality výrobků, a tím ochrany spotřebitele, zajištění bezpečnosti na pracovišti, udělování sankcí, pokut a poplatků, vymezení pravidel hospodářské soutěže apod.

Na regulaci v rafinérském a petrochemickém odvětví se podílejí na území České republiky právní předpisy vydané příslušnými orgány Evropské unie a čeští zákonodárci. Významnými regulatorními a dohlížejícími orgány v tomto segmentu je MPO a Evropská agentura pro chemické látky.

MPO se podílí na vytváření legislativního rámce pro toto odvětví, zejména v rafinérském sektoru, a zároveň implementuje zákony, směrnice, vyhlášky a normy do českého právního prostředí. Rovněž vede evidenci čerpacích stanic na území České republiky a dohlíží na množství, pohyb a obsah pohonných hmot v tuzemsku. Mezi jeho pravomoce se řadí udělování pokut, sankcí a poplatků, popřípadě zahájení trestních řízení vůči podnikatelským subjektům v oblasti rafinérií, které porušily zákon.

Významnou úlohu v odvětví mají celní úřady, u kterých se musejí distributoři motorových paliv registrovat. Celní úřady také mohou udělovat sankce, pokuty, poplatky nebo zahájit trestního řízení vůči subjektům, které porušily právní předpisy na českém území v souvislosti s obsahovou složkou rafinérských a petrochemických produktů danou zákonem, porušení registračních povinností, nedodržení povinností v průběhu podnikatelské činnosti v rafinérském a petrochemickém sektoru, nelegálním obchodem s pohonnými hmotami, daňovými úniky aj.

Nejen v petrochemickém, ale i v celém chemickém průmyslu, má značný význam Evropská agentura pro chemické látky, která byla v rámci politiky v oblasti chemie zřízena v roce 2006. Tato instituce pravidelně vyhodnocuje chemické látky, a uděluje rizikovým chemickým látkám, statut rizikové chemické látky a stanovuje míru rizikovosti této látky. Veškeré subjekty podnikající v oblasti chemického průmyslu jsou povinny tyto látky registrovat u Evropské agentury pro chemické látky a rovněž žádat o poskytnutí povolení podnikat s těmito rizikovými chemickými látkami. Pravomocemi této instituce je také udělování pokut, sankcí a poplatků za nedodržení právních předpisů, které byly schváleny orgány Evropské unie. Rovněž se podílí na utváření legislativního rámce v rámci politiky v oblasti chemie v Evropské unii.

Dalšími významnými institucemi v této oblasti rafinérie a petrochemie jsou finanční úřady, Ministerstvo životního prostředí, Mezinárodní energetická agentura, Česká obchodní inspekce a Svaz chemického průmyslu České republiky. Tyto instituce se podílejí v rámci rafinérského a petrochemického průmyslu na přípravě zákonů, napomáhají eliminovat stínovou ekonomiku, zvyšovat kvalitu podnikatelského prostředí, snižovat negativní dopady na životní prostředí v důsledku podnikatelské činnosti, přispívají ke zvyšování bezpečnosti v pracovním prostředí a ochraně zaměstnanců, snaží se o udržení či zvýšení kvality produktů v tomto odvětví a ochranu spotřebitelů.

### **3.2.6 Tržní struktura odvětví**

Tržní strukturu příslušného odvětví je možné určit pomocí charakteristických rysů, kterými je počet firem v daném odvětví, charakter produkovaného výrobku, (ne)existence bariér vstupu do odvětví, popř. možnost tyto překážky překonat a v neposlední řadě míra vlivu firmy na úroveň ceny. Na základě těchto znaků lze rafinérský a petrochemický průmysl v tuzemském prostředí označit za nedokonalou konkurenci typu oligopolní tržní struktury. Tento fakt potvrzují skutečnosti jako je malé množství podniků působících v tomto odvětví.

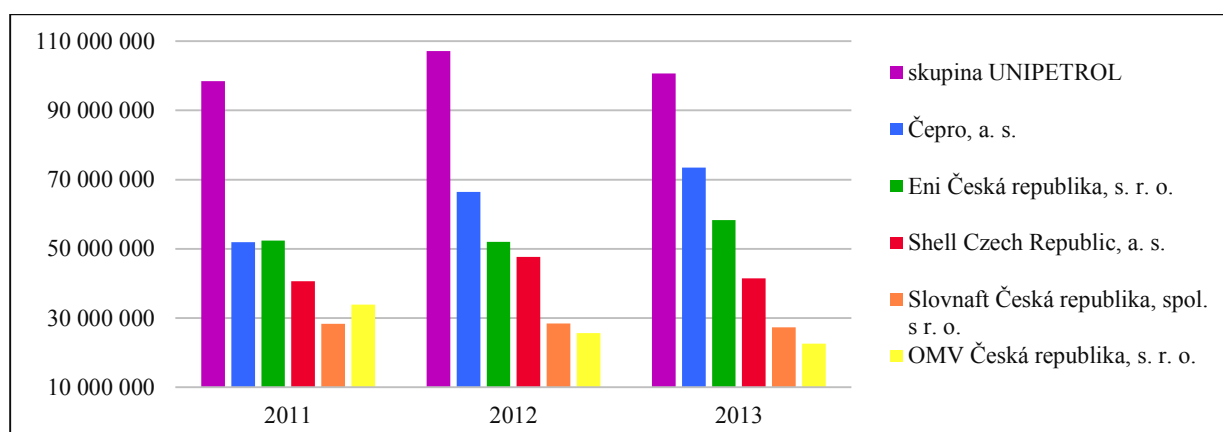
Pro tržní strukturu typu oligopol je charakteristické zpravidla diferencovatelnost výrobků, avšak se nevylučuje možnost identického produktu. V petrochemickém průmyslu se vyskytuje pár nediferencovatelných produktů, ale převládají výrobky diferencovatelné nebo také produkty, které jsou zákazníkem vnímány jako rozdílné výrobky. Mezi nediferencovatelné produkty se řadí zejména čpavek či benzen. Ze škály diferencovaných výrobků lze jmenovat polypropylen MOSTEN a polyetylen LITEN, jež oba slouží k výrobě termoplastických materiálů. V segmentu rafinérské výroby převládají diferencovatelné produkty. Jedná se například o bezolovnaté automobilové benzíny (benzín 95 Natural, benzín Ultra 95, benzín 98 Super Plus, benzín Speciál). Tyto informace byly získány z Výročních zpráv společností působících v rafinérském a petrochemickém odvětví, viz zdroje č. 12, 23, 24, 25 a 45.

Bariéry pro vstup do odvětví existují, avšak je možné tyto překážky překonat.

### **3.2.7 Konkurenční prostředí**

V odvětví rafinérského a petrochemického průmyslu se vyskytuje malý počet podnikatelských subjektů. Avšak tyto firmy si získaly své místo na trhu a udržují si své postavení. Některé podniky v tomto segmentu ekonomiky jsou v rámci své podnikatelské činnosti úzce specializované a jiné nikoliv. V následujícím grafickém zobrazení jsou nejvýznamnější společnosti tohoto odvětví hodnoceny prostřednictvím tržeb z prodaných výrobků, zboží a služeb za poslední tři roky. Vstupní údaje byly získány z Výročních zpráv jednotlivých společností za sledované období od roku 2011 až 2013.

*Graf 3.6 Vývoj tržeb firem v rafinérském a petrochemickém průmyslu v období 2011 - 2013*



*Zdroj: Výroční zprávy v letech 2011 až 2013*

Dle výše uvedeného grafu lze vysledovat dominantní postavení skupiny UNIPETROL v rafinérském a petrochemickém odvětví. Avšak podíl ostatních konkurenčních společností měl v průběhu posledních tří let rostoucí dynamický trend. Zejména v rafinérském segmentu je skupina UNIPETROL považována za lídra na trhu. Dle hodnocených tržeb jsou nejsilnějšími konkurenty společnosti Čepro, a. s., Eni Česká republika, s. r. o., Shell Czech Republic, a. s., Slovnaft Česká republika, spol. s r. o., OMV Česká republika, s. r. o. Dalším konkurentem je Lukoil Czech Republic s. r. o., MND, a. s., TOTAL ČESKÁ REPUBLIKA, s. r. o. aj.

V oblasti distribuce a prodeje pohonných hmot je na trhu vyšší konkurence vzhledem k většímu množství podnikatelských subjektů v tomto segmentu. Podíl skupiny UNIPETROL je ve výši 14,5 % (v roce 2013), a to prostřednictvím dceřiné společnosti BENZINA, s. r. o. Významnými konkurenty v oblasti provozu čerpacích stanic jsou čerpací stanice

- Agip (vlastníkem je Eni Česká republika, s. r. o.);
- EuroOil (vlastníkem je ČEPRO, a. s.);
- OMV (vlastníkem je OMV Česká republika, s. r. o.);
- Shell (vlastníkem je Shell Czech Republic a. s.);
- Slovnaft (vlastníkem je SLOVNAFT, a. s.) a
- Tank ONO (vlastníkem je Tank ONO s. r. o.), aj.

### 3.2.8 Vstup do odvětví

V rafinérském průmyslu lze bariéru pro vstup do odvětví spatřovat v podobě povinnosti registrace před zahájením distributorské činnosti u celního úřadu. V souvislosti s distribucí, ale rovněž s produkcí, dovozem a vývozem rafinérských produktů je nutná evidence veškerého

rafinérského materiálu a výrobků a následně informační povinnost v podobě pravidelného ročního předkládání zpráv o evidenci množství a složení těchto produktů.

Další překážkou před začátkem výroby v rafinérském segmentu je vyřešení dopravy vstupního materiálu, tedy ropy, do České republiky. Jelikož v tuzemsku se nalézají rafinérie jen minimálně, tudíž je zapotřebí dovážet tuto komoditu. V souvislosti s touto skutečností došlo ke zpřísnění dopravy této suroviny na tuzemský trh v říjnu roku 2013, a to z důvodu velkých daňových úniků. Tímto byla omezena silniční doprava pro import ropy a výrobci tak musejí dovážet ropu prostřednictvím železničních tratí a ropovodů. Možnosti využití železniční a potrubní dopravy je však omezena vzhledem k omezenému množství těchto tratí a ropovodů.

Nejen v rafinérském průmyslu je zákonem dáno složení určitých druhů rafinérských produktů, jako je například biosložka v motorových palivech. I v petrochemickém průmyslu jsou v české legislativě implementovány vydané zákony, normy, směrnice a vyhlášky orgány Evropské unie, které se zabývaly složením některých chemických produktů.

V celém chemickém sektoru na základě nařízení Evropského parlamentu a Rady mají všichni producenti a importéři registrační povinnost chemických látek, tak aby příslušné orgány, zejména Evropská agentura pro chemické látky, posoudili jejich rizikovost a vytvářeli následně opatření k zamezení rizik. Přičemž tato registrace je udělena na základě žádosti o registraci a uhrazení vyčísleného poplatku Evropskou agenturou pro chemické látky. Rovněž je zapotřebí mít povolení od Evropské agentury pro chemické látky k provozování podnikatelské činnosti, v jejímž rámci se pracuje nebo manipuluje s těmito rizikově označenými chemickými látkami. Povolení k podnikání s těmito surovinami je možné na základě podané žádosti o povolení a uhrazení poplatku Evropské agentuře pro chemické látky.

Na produkci některých výrobků v oblasti rafinérii a petrochemii je zapotřebí získání oprávnění, licencí, popř. obchodních nebo průmyslových smluv. Rovněž některé dokumenty a písemně vázaná práva nejsou zákonem povinná, avšak slouží k zefektivnění produkce. Nicméně nelze opomenout skutečnost dodržování zákonů v oblasti životního prostředí.

Určité procesy výroby si vyžadují vysoce kvalifikovaný personál, jež je potřeba ve větší míře ve srovnání s jinými typy podnikatelských činností. Rovněž je nezbytné zajistit pracovní prostředí, tak aby splňovalo zákony, vyhlášky a nařízení v oblasti hygieny, bezpečnosti, ochrany a práv zaměstnanců.

Jak již bylo uvedeno výše, nejedná se o bariéry, které by nebylo možné překonat. Jedná se víceméně o administrativní úkony, dodržování české legislativy a právního prostředí Evropské unie a vyřešení personálních nebo logistických souvislostí, a tím zabezpečení plynulé výroby podniku.

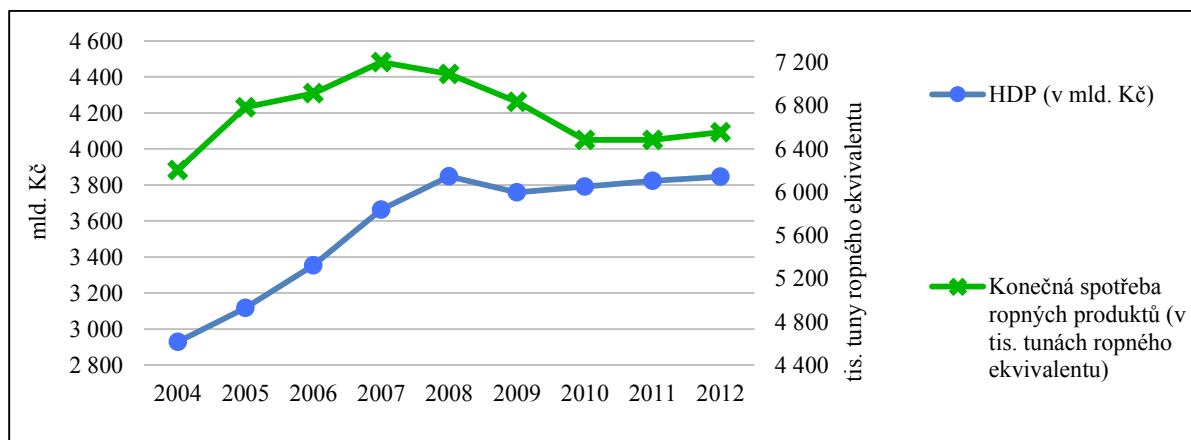


### 3.2.9 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Z hlediska citlivosti odvětví, resp. tržeb, zisků a kurzů akciových titulů, na hospodářský cyklus lze rozlišovat odvětví cyklická, anticyklická a neutrální.

Rafinérský a petrochemický průmysl na území České republiky lze charakterizovat jako cyklické odvětví. V období konjunktury a růstu ekonomiky se zvyšoval zájem ze strany poptávky o produkty tohoto odvětví. Na druhou stranu, v době útlumu a recese, se poptávka po rafinérských a petrochemických produktech snižovala. Tuto skutečnost rovněž potvrzují odborné články a studie zaměřené na ropný průmysl, viz zdroje č. 26 a 43. Aby tato skutečnost byla prokázána i v rámci českého prostředí, je v následujícím grafu č. 3.7 zobrazen ekonomický růst v podobě HDP v mld. Kč v běžných cenách a konečná spotřeba ropných produktů v České republice v tis. tunách ropného ekvivalentu<sup>2</sup> za období od roku 2004 až do roku 2012. Údaje o vývoj HDP byly získány od Českého statistického úřadu a data o konečné spotřebě ropných výrobků v tuzemsku byly převzata od instituce Eurostat. Eurostat při výpočtu této konečné spotřeby ropných produktů zahrnul veškeré ropné výrobky, jako jsou zkapalněné ropné plyny, rafinérský plyn, motorový benzín, tryskové palivo benzínového typu, primární benzín, motorová nafta, letecké tryskové palivo a petrolej, plynový olej, petroleje, keroseny, zbytkový (těžký) topný olej, lakový benzín, maziva, asfalt, bitumen, ropný koks a ostatní ropné výroby, jež byly v daném sledovaném ročním období dodány konečnému spotřebiteli, a to jak domácnostem, tak i podnikatelským subjektům v průmyslu, dopravě a dalších odvětvích. Ve výpočtu nejsou zahrnuty dodávky ropných produktů pro přeměnu či zušlechťování, které slouží pro vlastní spotřebu odvětví vyrábějící energii.

*Graf 3.7 Vývoj HDP a konečné spotřeby ropných produktů v ČR v letech 2004 až 2012*



*Zdroj: Český statistický úřad, Eurostat*

<sup>2</sup> Tuna ropného ekvivalentu je energetická jednotka, která představuje energii vyprodukovanou spálením jedné tuny ropy. Ropný ekvivalent se využívá pro převedení velikosti zásob ropy a zemního plynu.

Z výše uvedeného grafu lze sledovat rostoucí tendenci obou ukazatelů v období růstu a naopak v období snížení výkonnosti ekonomiky pokles těchto ukazatelů. Přičemž pokles ukazatele konečné spotřeby ropných produktů v tuzemsku nastal v období globální recese a jejím následném proniknutí na český trh o rok dříve a také trval mnohem déle ve srovnání s ukazatelem HDP. Tato skutečnost je dána otevřeností rafinérského a petrochemického průmyslu vůči zahraničí, přičemž na základě odborných publikací a statistik MPO je tento sektor považován za nejvíce otevřený ve Střední Evropě.

### **3.2.10 Očekávaný vývoj rafinérského a petrochemického odvětví**

Odvětví rafinérského a petrochemického průmyslu je charakteristické nízkým počtem podnikatelských subjektů, kteří však získaly v minulosti své místo na trhu. Pro nově začínající firmy v tomto odvětví je těžké vydobýt si postavení v tomto sektoru ekonomiky. To také potvrzují skutečnosti v podobě zpříšňování podmínek podnikání v tomto segmentu a pravidelné a striktní kontroly kvality produktů. Rovněž je zapotřebí vyřešit logistickou stránku při dopravě výrobních surovin do podniku. Vzhledem k těmto faktům a ke skutečnostem, které byly výše uvedeny v rámci této kapitoly 3.2 nelze očekávat vysoký příliv nových konkurenčních podnikatelských subjektů. V případě, že na trh rafinérského a petrochemického průmyslu proniknou nové firmy, nelze u nich předpokládat vysoký tržní podíl a lze jenom odhadovat, jak dlouho se udrží v tomto konkurenčním prostředí.

Nevýhodou v tomto odvětví, je nutnost dovozu základních výrobních surovin, zejména ropy, jelikož Česká republika nedisponuje dostatečným množstvím těchto výrobních komodit k zajištění soběstačnosti v této oblasti ekonomiky. Z tohoto důvodu je zapotřebí dovážet na tuzemský trh tyto suroviny, avšak je tímto rafinérské a petrochemické odvětví ovlivněno globálními faktory, zejména politické a ekonomické situace v těchto zemích. Jedná se převážně o Rusko a arabské země.

Na území arabských zemí panuje v současné době nestabilní situace a ekonomika těchto zemí se nachází na rozvojové úrovni, čímž se zvyšuje riziko při obchodování s těmito zeměmi.

Nejvýznamnějším dodavatelem ropy na český trh je Rusko, které bylo až do nedávné doby považováno za stabilní ekonomiku se solidními obchodními vztahy s Českou republikou. Avšak nedávané situace tomu nyní nenasvědčují. Zejména se jedná o konflikt mezi Ruskem a Ukrajinou. Tuto skutečnost zhoršuje ještě fakt, že ruská ropa je na tuzemský trh dovážena prostřednictvím ropovodu Družba přes Ukrajinu. Rovněž se ruská ekonomika v druhém pololetí roku 2014 začala potýkat s ekonomickými problémy, které měly také dopad na razantní

oslabování ruské měny „rubl“ vůči zahraničním měnám. Analytici také uvedly příčinné souvislosti mezi pádem ruského rublu a snížením ceny ropy na světových trzích. Ruská ekonomika a její stav má tedy významný vliv na české rafinérské a petrochemické odvětví.

V tomto globálním měřítku je tento sektor ovlivněn také dalšími ekonomikami vzhledem k vysoké otevřenosti tohoto odvětví. Na vývoj rafinérského a petrochemického průmyslu působí rovněž ekonomická situace v Německu, Slovensku, Polsku a Rakousku, jelikož tyto země jsou významnými obchodními partnery v tomto odvětví.

Dalším podstatným faktem je neobnovitelnost těchto surovin. Avšak podnikatelské subjekty v tomto odvětví již vymýšlejí způsoby, jak tyto komodity nahradit.

Důležitou skutečností, která by měla podpořit podnikatelské subjekty v rafinérském a petrochemickém průmyslu, je zpřísnění zákonů v daňové oblasti, a tím postupné eliminaci stínové ekonomiky s motorovými palivy. Obchod s pohonnými hmotami je ovlivňován přísnějšími podmínkami zejména ve složení těchto paliv.

Na tento trh rovněž negativně působí i úspornější vozidla, čímž je možné v následujících letech očekávat nižší poptávku po těchto produktech. Na druhou stranu dochází ke globálnímu růstu populace a použití motorových vozidel. Zejména se očekává rostoucí poptávka v Číně a Indii, čímž se asijský kontinent stává atraktivním trhem pro rafinérský průmysl. I v oblasti petrochemického průmyslu se v Asii dynamicky zvyšuje poptávka a lze tento vyšší zájem očekávat i v následujících letech.

Za účelem udržení konkurenceschopnosti na trhu podniky v tomto odvětví neustále inovují nejen své výrobky, ale také poskytované služby související s těmito produkty či proces výroby. Tímto vznikají nové patenty a licence zefektivňující výrobní proces a snižování výrobních nákladů. Nelze však očekávat, že by tyto ochranná práva bránila vstupu do odvětví. Krom výrobního procesu jsou vynakládány peněžní prostředky na výzkum a vývoj produktů a služeb souvisejících s daným výrobkem. Jako příklad lze jmenovat samoobslužné čerpací stanice Expres 24 vyvinuté společnostmi skupiny UNIPETROL. Lze očekávat vyšší koncentraci tohoto typu čerpací stanice na českém území i od jiných společností.

## **4 Stanovení vnitřní hodnoty akcií společnosti UNIPETROL, a. s.**

Součástí této kapitoly je analýza společnosti UNIPETROL, a. s. spolu s posouzením finančního zdraví podniku. Hlavní náplní je stanovení vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL. Následně jsou analyzovány vlivy jednotlivých faktorů působících na vnitřní hodnotu tohoto akciového instrumentu prostřednictvím analýzy citlivosti. Pro zhodnocení silných a slabých stránek společnosti a dále možných příležitostí a hrozeb slouží SWOT analýza. V závěru kapitoly jsou zhodnoceny dílčí poznatky metod a postupů fundamentální analýzy, tak aby bylo možné vydat investiční rozhodnutí ohledně investice do akcie UNIPETROL.

Dílčí analýzy a propočty jsou provedeny prostřednictvím programu SPSS a Microsoft Office Excel.

### **4.1 Charakteristika společnosti UNIPETROL, a. s.**

Společnost UNIPETROL, a. s. (dále jen UNIPETROL) byl založen a následně zapsán do obchodního rejstříku firem dne 17. února 1995. Jeho majoritním akcionářem byl Fond národního majetku České republiky (dále jen FNM), jež držel 63 % akcií. Zbylé akcie byly v držení investičních fondů a drobných akcionářů. Účelem založení této společnosti FNM byl další krok v privatizačním procesu v oblasti petrochemie na českém území, a tím vzniku jednoho velkého podniku, který by byl schopen obstát v konkurenčním prostředí i před silnými nadnárodními koncerny. Privatizační proces byl dokončen v roce 2005, kdy FNM prodal své akcie podniku PKN ORLEN S. A. Tímto se společnost UNIPETROL stala členem jedné z nejvýznamnějších skupin v rafinérském a petrochemickém průmyslu ve střední Evropě.

V současnosti je UNIPETROL nejen významnou částí středoevropské skupiny Orlen, ale rovněž je mateřskou společností skupiny UNIPETROL v České republice.

#### **Skupina UNIPETROL**

Skupina UNIPETROL je nejen významným zpracovatelem surovinové ropy a prodejcem rafinérských produktů na českém trhu, ale rovněž má významné tržní postavení v oblasti petrochemického průmyslu v České republice.

Celková roční kapacita rafinérií spadající pod skupinu UNIPETROL byla v roce 2013 ve výši 5,9 mil. tun a na tuto rafinérskou činnost dále navazovala petrochemická produkce.

V rámci distribuce a maloobchodního prodeje motorových paliv vlastnila skupina v roce 2013 více než 330 čerpacích stanic v České republice z celkového množství čerpacích stanic 6 918<sup>3</sup>.

V oblasti trhu práce je významným zaměstnavatelem. V roce 2013 bylo zaměstnáno v rámci skupiny UNIPETROL více než 3 600 pracovníků, přičemž nejvíce z nich pracuje ve firmě UNIPETROL RPA, s.r.o., PARAMO, a.s. a v podniku UNIPETROL DOPRAVA, s.r.o.

Jak již bylo uvedeno výše, mateřskou společností skupiny je společnost UNIPETROL, jež zastřešuje veškeré činnosti. Mezi hlavní dceřiné firmy skupiny UNIPETROL se řadí

- BENZINA, s.r.o., která je provozovatelem čerpacích stanic s nejrozsáhlejší sítí na území České republiky;
- ČESKÁ RAFINÉRSKÁ, a.s., přičemž tato společnost je provozovatelem rafinérií v Litvínově a v Kralupech nad Vltavou;
- PARAMO, a.s., jehož podnikatelská činnost je orientována na produkci asfaltu, maziv a dalších rafinérských výrobků;
- UNIPETROL RPA, s.r.o. zabývající se výrobou rafinérských a petrochemických výrobků a jejich následným prodejem.

Management skupiny UNIPETROL a dílčích společností si je vědom náročnosti výroby v rafinérském a petrochemickém průmyslu a dopadů na životní prostředí, rovněž i ochrany a bezpečnosti zaměstnanců, tudíž již v roce 1999 byla skupina přihlášena k plnění celosvětového programu „Responsible Care“ (nebo-li Odpovědné podnikání v chemii). Závazky plynoucí z účasti v tomto programu skupina splnila a opakovaně obhájila v letech 2000, 2003, 2005, 2007, 2011 a 2014. Na základě veřejné obhajoby je oprávněna užívat logo programu.

Dále byly ve skupině zavedeny a certifikovány systémy řízení jakosti (ISO 9001:2008), systém řízení ochrany životního prostředí (ISO 14001:2004) a systém řízení bezpečnosti a ochrany zdraví při práci (OHSAS 18001:2007).

Ve vzdělávací sféře spolupracuje s Vysokou školou chemicko-technologickou v Praze a rovněž je partnerem Národního technického muzea v Praze. V roce 2011 byla skupina UNIPETROL vyhlášena organizací UNESCO generálním partnerem „Mezinárodního roku chemie 2011“ a v tomtéž roce ji byla udělena „Česká cena za public relations“ Asociací public relations agentur v kategorii On-line média za spuštění internetového portálu [www.zazijchemii.cz](http://www.zazijchemii.cz), který je určen ke vzdělávání žáků základních škol a studentů středních škol v oblasti chemie. V současnosti je také spuštěn program „Cesta za poznáním ropy“ a

---

<sup>3</sup> Hodnota 6 918 uvádí celkový počet čerpacích stanic na území České republiky platný k datu 31. 12. 2013. Tuto informaci zveřejnilo MPO, viz zdroj č. 39.

v Chempark Záluží v Litvínově staví výzkumné a vzdělávací centrum „Unipetrol Centre for Research and Education“ (dále jen UniCRE) zaměřené na segment průmyslové chemie.

Již v minulých letech uzavřela skupina UNIPETROL partnerství se společnostmi E.ON, RWE a VÍTKOVICE MACHINERY GROUP. Partnerství o vzájemné spolupráci bylo sjednáno s firmou Tesco Stores ČR, a. s.

## **Skupina Orlen**

Skupina Orlen se zabývá zpracováním ropy, výrobou rozmanité škály rafinérských, petrochemických ale i chemických produktů. Mezi její činností také spadá doprava, velkoobchodní a maloobchodní prodej těchto výrobků. V rámci skupiny Orlen působí některé podniky i v jiných oblastech. K hlavním společnostem skupiny Orlen se řadí společnosti působící v České republice, Litvě, Německu a Polsku.

Mateřskou společností, stejně jako v případě firmy UNIPETROL, je polská společnost PKN ORLEN S. A., s jejímiž akcemi se obchoduje na Varšavské burze cenných papírů. K 31. prosinci 2013 byly akcie firmy PKN ORLEN S. A. drženy Polským ministerstvem financí (z 27,52 %), fondem Aviva OFE (ze 7,01 %), fondem ING OFE (z 9,35 %). Zbylá část akcií, tedy 56,11 %, byla v držení jiných institucionálních a drobných investorů, ti však vlastnili méně než 5 % z celkového počtu akcií a tudíž nejsou známy bližší informace o těchto investorech.

### **4.1.1 Základní údaje o společnosti**

Podnik byl zapsán do obchodního rejstříku firem dne 17. února 1995 u Městského soudu v Praze pod spisovou značkou B 3020. Základní charakteristika společnosti UNIPETROL je uvedena níže. Informace byly získány z Výroční zprávy společnosti za rok 2013 a z veřejně dostupného obchodního rejstříku.

Obchodní firma	UNIPETROL, a. s
Sídlo	Na Pankráci 127, Praha 4, PSČ 140 00
Právní forma	akciová společnost
Identifikační číslo	616 72 190
Datum vzniku	17. února 1995
Základní kapitál	18 133 476 400 Kč
Předmět činnosti	zpracování ropy a výroby petrochemických produktů
Odvětví	rafinérský a petrochemický průmysl

#### **4.1.2 Předmět činnosti skupiny UNIPETROL**

Podnikatelská činnost skupiny UNIPETROL je členěna do tří strategických částí, kterými je rafinérský segment, petrochemický segment a maloobchodní distribuce pohonných hmot.

##### **Rafinérský segment**

Do rafinérského segmentu je zařazováno zpracování ropy a také velkoobchodní prodej. Toto odvětví je ovlivněno řadou faktorů, mezi hlavní se řadí geopolitika, současný stav světové a domácí ekonomiky a rovněž soudobá situace na straně nabídky i poptávky.

Skupina UNIPETROL je v tuzemském rafinérském segmentu považována za leadra na trhu. Avšak tato pozice skupiny je ohrožována vysokou otevřeností českého trhu s motorovými palivy. Trh je často přesycen dovozem paliv ze zahraničí. Nicméně v roce 2013 byly provedeny legislativní úpravy, a tím částečně eliminován nelegální obchod s motorovými palivy. Lze očekávat, že vzroste odbyt nejen skupině UNIPETROL ale i jinými výrobci paliv, v důsledku ztížení českého zákonodárství související s ilegálním dovozem motorových paliv.

V roce 2013 bylo v rámci skupiny UNIPETROL zpracováno 3,6 mil. tun ropy, což je ve srovnání s předcházejícím rokem pokles o 8 %. Současně nebylo využito celkových rafinérských kapacit sloužících ke zpracování ropy. V tomto roce bylo využito pouze 80 % celkové rafinérské kapacity. Tato skutečnost byla zejména způsobena záplavami v tuzemsku, které způsobily omezení v dopravě vstupních surovin a také přepravu výrobků.

Zpracována ropa a jiné rafinérské produkty jsou nejen určeny k odbytu na tuzemském a zahraničním trhu, ale jsou také dále využívány jako vstupní surovina v petrochemickém segmentu mezi společnostmi v rámci skupiny UNIPETROL.

Významnými zahraničními odběrateli velkoobchodního prodeje motorových paliv je Maďarsko, Německo, Rakousko a Slovensko. Oleje a plastická maziva jsou zejména exportována do Maďarska, Německa, Slovenska a států bývalé Jugoslávie. V roce 2013 byly nově získána odbytová teritoria, a to konkrétně Bělorusko, Finsko a Turkmenistán.

##### **Petrochemický segment**

V rámci petrochemického průmyslu se skupina UNIPETROL orientuje zejména na olefiny, polyolefiny a chemikálie. Celkový objem prodaných petrochemických výrobků poklesl z roku 2012 na rok 2013 o 193 tis. tun výrobků na hodnotu 1 578 tis. tun prodaných petrochemických výrobků. Nicméně provozní výsledek hospodaření vzrostl o 516 mil. Kč.

Jak již bylo uvedeno výše, vstupní suroviny pro výrobu jsou získávány v převážně od společností v rámci skupiny UNIPETROL zabývajících se rafinérským průmyslem.

Hlavním odbytovým trhem petrochemického průmyslu je Česká republika. Odbyt je také směřován na německý, rakouský a švýcarský trh prostřednictvím dceřiné společnosti UNIPETROL DEUTSCHLAND GmbH.

#### **Maloobchodní prodej motorových paliv.**

Maloobchodní prodej motorových paliv je v rámci skupiny UNIPETROL uskutečňován prostřednictvím dceřiné firmy BENZINA, s.r.o. Součástí maloobchodního prodeje je prodej nejen motorových paliv, ale i široký sortiment občerstvení, služeb a dalšího zboží.

V oblasti provozu čerpacích stanic a maloobchodního odbytu byl v roce 2013 tržní podíl skupiny (resp. její dceřiné společnosti) na silném konkurenčním trhu ve výši 14,5 %. Počet čerpacích stanic dosáhl v roce 2013 hodnoty 338 (z celkového počtu 6 918), přičemž ve srovnání s konkurencí disponuje nejrozsáhlejší sítí čerpacích stanic v tuzemsku. Odbyt pohonných paliv je z 64,1 % tvořen naftou a zbylou část představují automobilové benzíny.

Cílem skupiny UNIPETROL je rozvíjet nejen sortiment pohonných hmot, ale i nepalivový segment. V oblasti pohonných hmot byla rozšířena nabídka čerpacích stanic BENZINA, s.r.o. o CNG, nový druh provozní kapaliny Ad Blue a jiné alternativy. Rovněž byla otevřena, již třetí, samoobslužná čerpací stanice Expres 24. V rámci nepalivového segmentu byl zaznamenán dynamický růst rychlého občerstvení v provozovnách Stop Café. V této oblasti bylo také uzavřeno partnerství o vzájemné propagaci se společností Tesco Stores ČR, a. s.

V následujícím období se očekává růst odbytu vzhledem ke zpřísnění české legislativy v oblasti obchodu a distribuce pohonných hmot a provozování čerpacích stanic.

#### **4.1.3 Vlastnická struktura**

Za účelem dokončení procesu privatizace byly v roce 2005 akcie společnosti UNIPETROL prodány FNM společnosti PKN ORLEN S. A., která se stala majoritním vlastníkem podniku UNIPETROL. Podíl této společnosti je od roku 2005 stejný a to na úrovni 62,99 %, což představuje 114,2 mld. Kč. Avšak již od roku 1997 se obchoduje s veřejně upsanými akciemi firmy UNIPETROL, jež v současné době představují podíl na základním kapitálu ve výši 37,01 %, to znamená 6,7 mld. Kč je v držení drobných a institucionálních investorů, jež zakoupily akcie společnosti na BCPP nebo RM-SYSTÉMU.

V následující tabulce je uvedena vlastnická struktura společnosti UNIPETROL platná k 31. prosinci 2013. Údaje byly získány z Výroční zprávy roku 2013 a z internetového portálu společnosti UNIPETROL.



Tab. 4.1 Vlastnická struktura společnosti UNIPETROL ke dni 31. 12. 2013

Společnost vlastníci podíl	Podíl na základním kapitálu (v %)
PKN ORLEN S. A.	62,99
Skupina J & T	23,70
Poštová banka, a. s.	6,56
Ostatní drobní a institucionální investoři	6,75

Zdroj: Výroční zpráva 2013, [www.unipetrol.cz](http://www.unipetrol.cz)

Podnik UNIPETROL je rovněž majoritním ale i minoritním vlastníkem v mnoha jiných společnostech. Zejména se jedná o firmy, jež jsou členy skupiny UNIPETROL. Majetkové účasti podniku se nacházejí v tabulce č. 4.2. Tyto data byla převzata z Výroční zprávy za rok 2013, a jsou tedy platná k 31. prosinci 2013.

Tab. 4.2 Majetkové účasti společnosti UNIPETROL ke dni 31. 12. 2013

Název společnosti	Sídlo	Základní kapitál	Majetková účast (v %)
BENZINA, s. r. o.	Praha (ČR)	1 860 779 000 Kč	100,00
PARAMO, a. s.	Pardubice (ČR)	2 036 078 000 Kč	100,00
UNIPETROL AUSTRIA HmbH	Vídeň (Rakousko)	145 346 EUR	100,00
UNIPETROL RPA, s. r. o.	Litvínov (ČR)	11 147 964 000 Kč	100,00
UNIPETROL RAFINÉRIE, s. r. o.	Litvínov (ČR)	200 000 Kč	100,00
UNIPETROL SERVICES, s. r. o.	Litvínov (ČR)	100 200 000 Kč	100,00
Výzkumný ústav anorganické chemie, a. s.	Ústí nad Labem (ČR)	60 000 000 Kč	100,00
ČESKÁ RAFINÉRSKÁ, a. s. <sup>4</sup>	Litvínov (ČR)	9 348 240 000 Kč	51,22
Budatien Kralupy a. s.	Kralupy nad Vlt. (ČR)	300 000 000 Kč	51,00
UNIVERSAL BANKA, a. s.	Praha (ČR)	1 520 000 000 Kč	16,45
UNIPETROL SLOVENSKO s. r. o.	Bratislava (SR)	7 635 EUR	13,04
POLYMER INSTITUTE BRNO, spol. s r. o.	Brno (ČR)	97 000 000 Kč	1,00
PETROTRANS, s. r. o.	Praha (ČR)	16 000 000 Kč	0,63
ORLEN HOLDING MALTA	Slieam (Malta)	5 050 000 USD	0,50
UNIPETROL DEUTSCHLAND GmbH	Langen/Hessen (Německo)	1 048 000 EUR	0,10
UNIPETROL DOPRAVA, s. r. o.	Litvínov (ČR)	806 000 000 Kč	0,12

Zdroj: Výroční zpráva společnosti UNIPETROL za rok 2013

<sup>4</sup> Společnost UNIPETROL měla podíl na základním kapitálu u dceřiné firmy ČESKÁ RAFINÉRSKÁ, a. s. ve výši 51,22 % ke konci roku 2013. Avšak v průběhu roku 2014 došlo k odkoupení dalších akcií, které byly v držení podniku Shell Overseas Investments B.V. Majetková účast byla tak navýšena na hodnotu 67,555 % z celkového základního kapitálu. Zbývající část akcií je stále v držení společnosti ENI International B.V.

Prostřednictvím svých dceřiných společností má další majetkové účasti. Společnost UNIPETROL RPA, s. r. o. drží majoritní podíly ve společnostech

- UNIPETROL DOPRAVA, s. r. o. (ve výši 99,88 %);
- UNIPETROL SLOVENSKO s. r. o. (ve výši 86,96 %);
- POLYMER INSTITUTE BRNO, spol. s r. o. (ve výši 99 %);
- UNIPETROL DEUTSCHLAND GmbH (ve výši 99,9 %) a
- HC VERVA Litvínov, a. s. (ve výši 70,95 %).

Další významnou majetkovou účastí je majoritní podíl firmy BENZINA, s. r. o. ve firmě PETROTRANS, s. r. o. Podíl na základním kapitálu činí 99,37 %.

Dceřiná společnost PARAMO, a. s. je rovněž jediným vlastníkem podniku MOGUL SLOVAKIA, s. r. o. a firmy PARAMO Oil, s. r. o.

Celková struktura skupiny UNIPETROL je znázorněna v příloze č. 2.

#### **4.1.4 Organizační struktura**

Organizační struktura společnosti UNIPETROL je zřizována tzv. dualistickým systémem vnitřní struktury. Jedná se o systém, ve kterém představenstvo působí jako výkonný a statutární orgán podniku a jeho kontrolním orgánem je dozorčí rada.

Orgány společnosti UNIPETROL je valná hromada, představenstvo, dozorčí rada a výbor pro audit.

Nejvyšším orgánem společnosti UNIPETROL je *valná hromada*, která se skládá z akcionářů, v jejichž držení jsou akcie podniku. Zabývá se zásadními hospodářskými, provozními a organizačními záležitostmi. Zasedání valné hromady se uskutečňuje na základě svolání představenstvem společnosti alespoň jednou ročně. Aby rozhodování na valné hromadě bylo regulérní, je zapotřebí, aby se zasedání účastnil, takový počet akcionářů, jejichž součet nominálních hodnot akcií přesahoval polovinu základního kapitálu společnosti. Při hlasování pak jedna akcie se jmenovitou hodnotou 100 Kč představuje jeden hlas.

Samostatným orgánem podniku je *výbor pro audit*, který vykonává svou činnost tak, aby nebyla dotčena odpovědnost členů představenstva a dozorčí rady. Jeho působnost je v oblasti sestavování a prověřování finančních výkazu, statutárního auditu a vnitřního systému řízení a kontroly společnosti. Členové výboru pro audit se účastní zasedání valné hromady, na které informují akcionáře o výsledcích své činnosti. Výbor pro audit společnosti UNIPETROL má čtyři členy. Do funkce jsou jednotliví členové jmenováni (popř. odvoláváni) valnou hromadou

z členů dozorčí rady nebo třetích osob. Funkční období členů trvá tři roky a je možné jej opětovně zvolit. Na zasedání výboru je zapotřebí k usnášení účast nadpoloviční většiny členů.

Statutárním orgánem společnosti UNIPETROL je *představenstvo*, která se zabývá veškerými podnikovými záležitostmi, pokud daný problém nespadá pod jiný orgán. Počet členů v představenstvu je sedm, a ti jsou voleni do tříletého funkčního období dozorčí radou. Ze své funkce mohou být také tímto kontrolním orgánem odvolávání, ale je také možné členy představenstva opětovně zvolit. Představenstvo je schopno rozhodovat a usnášet o svých pravomocných záležitostech, jestliže se jeho zasedání účastní nadpoloviční většina členů.

*Dozorčí rada* plní funkcí kontrolního orgánu a dohlíží na činnost představenstva a na činnost podniku. Počet členů v dozorčí radě společnosti UNIPETROL je devět. Tito členové jsou do své funkce jmenování (popř. odvolávání) valnou hromadou, přičemž jejich funkční období trvá tři roky a mohou být do své funkce znovuzvoleni. Rozhodování dozorčí rady je usnášení schopné, jestliže se jej účastní nadpoloviční většina členů dozorčí rady.

Nejvyšším vrcholovým vedením společnosti UNIPETROL je generální ředitel. Pod ním jsou jednotliví ředitelé rozdělení dle své oblasti řízení. Jedná se o finančního ředitele, ředitele pro strategii, fúzi a akvizici, ředitele pro správu, ředitele rafinérského segmentu, ředitele petrochemického segmentu a ředitele maloobchodního segmentu.

#### **4.1.5 Dividendová politika**

Během své působnosti neměla společnost UNIPETROL stanovenou žádnou oficiální dividendovou politiku, a je tomu tak i doposud.

Ode dne 28. srpna 1997, kdy se akcie společnosti UNIPETROL staly veřejně obchodovatelnými, až po poslední známé účetní období, tj. rok 2013, byly dividendy vypláceny akcionářům pouze dvakrát, a to v roce 1997 a v roce 2007.

Za rok 1997 bylo akcionářům na dividendách vypláceno více než 241 mil. Kč, přičemž výše dividendy na jednu akcii činila 1,33 Kč. O vyplácení dividend se postarala společnost ADMINISTER, spol. s r. o.

Až po 10-ti letech byly opět vypláceny dividendy. Celková hodnota připadající na výplatu dividend byla více než 3,2 mld. Kč. Vyplácena dividendy na jednu akcii byla ve výši 17,65 Kč. Dividendový výplatní poměr dosáhl hodnoty 2,51. Vyplácení dividend bylo zprostředkováno pomocí Komerční banky, a. s.

#### **4.1.6 Investiční politika**

Ve tříletém období od roku 2010 až do roku 2013 skupina UNIPETROL investovala v průměru do ochrany životního prostředí částku 114,87 mil. Kč a předpokládá se, že tak bude činit i v následujících letech. Do oblasti ochrany, bezpečnosti a vzdělávání zaměstnanců byla investována v časovém horizontu od roku 2010 do roku 2013 průměrná částka za toto období ve výši 71,63 mil. Kč. Rovněž se očekává každoroční investování do této sféry okolo této průměrné hodnoty.

Klíčovým segmentem v tříletém časovém sledu od roku 2010 do roku 2013 pro skupinu UNIPETROL byl petrochemický segment, ve kterém došlo k růstu zisku. I nadále je považován tento sektor za klíčový a lze u něj očekávat dynamický růst. Z tohoto důvodu se skupina UNIPETROL rozhodla převážně investovat do tohoto segmentu podnikatelské činnosti. Tuto skutečnost rovněž uvedla v rámci dokumentu zvaném „Strategie 2013-2017“. V rámci tohoto pětiletého období lze očekávat investice ve výši 19 mld. Kč (tedy každoročně zhruba 3,8 mld. Kč) do petrochemického segmentu a do rozvoje energetiky, zejména do nových výrobních jednotek, na obnovu elektrárny T700 nebo instalace plynové turbíny pro výrobu elektřiny a páry pro etylénovou jednotku. Jak uvádí společnost UNIPETROL, peněžní prostředky budou získány zejména z očekávané zvyšující se poptávky, a tedy i tržeb.

#### **4.1.7 Strategie a výhled do budoucna**

V oblasti rafinérského segmentu nejsou plánovány žádné významné investice. Skupina UNIPETROL má v úmyslu zvyšovat efektivnost stávajících výrobních kapacit a zlepšit provozní výkonnost. Hlavním cílem je maximalizace podílu interního využití ropných výrobků a minimalizace jednotkových nákladů na tunu zpracované surové ropy, tak by skupina UNIPETROL byla i nadále konkurenceschopná v rámci rafinérského odvětví v Evropě. Je očekáváno, že skupina i v následujícím období udrží pozici leadra v rafinérském průmyslu. Kladnou stránkou pro budoucí vývoj rafinérského odvětví je schválení reforem v českém zákonodárství, které zpřísnily podmínky pro dovoz, distribuci a manipulaci se surovou ropou.

Jak již bylo uvedeno výše petrochemický segment byl v letech 2010 až 2013 nejvíce ziskovým a lze u této podnikové oblasti očekávat ziskovost i nadále. Z tohoto důvodu nejvíce investic bude plynout do tohoto segmentu. Rovněž bude kladen důraz na zvýšení efektivnosti výrobních aktiv. Skupina UNIPETROL má v plánu udržet nebo zvýšit stávající podíl na trhu v petrochemickém průmyslu.

V oblasti maloobchodního prodeje pohonných hmot management skupiny UNIPETROL stanovil cíl zvýšení podílu na trhu alespoň na 20 %, přičemž tržní podíl v roce 2013 byl ve výši 14,5 %. Tuto skutečnost by mělo podpořit i zpřísnění české legislativy a tím postupné eliminaci šedé ekonomiky související s distribucí a prodejem pohonných hmot. Dále je očekáváno rozšiřování sítě čerpacích stanic, zejména o samoobslužné čerpací stanice Expres 24. Do plánu pro nadcházející období bylo zahrnuto i zvýšení prodeje nepalivového sortimentu.

V rámci celkové podnikatelské činnosti skupiny UNIPETROL se i nadále bude vycházet z integrace mezi jednotlivými segmenty, tak aby skupina byla schopna těžit z této konkurenční výhody.

#### **4.1.8 Základní údaje o akcích UNIPETROL**

Akcie společnosti UNIPETROL jsou veřejně obchodovatelné ode dne 28. srpna 1997. S akcemi podniku lze obchodovat na Burze cenných papírů Praha, a. s. (dále jen BCPP) v rámci trhu Prime v kontinuálním režimu obchodování. Dále je možné obchodovat s akcemi společnosti UNIPETROL v RM-SYSTÉMU, české burzy cenných papírů a. s. (dále jen RM-SYSTÉM) v rámci oficiálního trhu. Charakteristika akciového titulu UNIPETROL je uvedena níže, přičemž údaje byly získané z Výroční zprávy společnosti za rok 2013 a od BCPP.

Druh akcie	kmenová
Forma akcie	na doručitele
Podoba akcie	zaknihovaná
Jmenovitá hodnota	100 Kč
Počet kusů v emisi	181 334 764
Celková hodnota emise	18 133 476 400 Kč
ISIN	CZ0009091500
BIC	BAAUNIP
Zahájení obchodování	28. srpna 1997

Akciový titul společnosti UNIPETROL patří k nejvýznamnějším akciím na českých burzách. Tuto skutečnost potvrzuje i zařazení tohoto akciového instrumentu do bázi čtyř významných tuzemských burzovních indexů. V následující tabulce jsou zobrazeny tyto index a podíl akcie UNIPETROL na bázi daného indexu. Informace o indexech byly převzaty od BCPP a RM-SYSTÉMU.

Tab. 4.3 Burzovní indexy v České republice a podíl akcie UNIPETROL na jejich bázi

Název indexu	Typ indexu	Burza	Počet titulů v indexu	Podíl akcie UNIPETROL na bázi indexu (v %)
PX	Cenový index blue chip emisí	BCPP	13	2,70
PX-TR	Dividendový index blue chip emisí	BCPP	13	2,70
PX-GLOB	Cenový index se širokouází	BCPP	23	2,93
RM	neuvedeno	RM-SYSTÉM	9	3,70

Zdroj: BCPP, RM-SYSTÉM

Vývoj akciového titulu společnosti UNIPETROL je uveden v grafickém zobrazení 4.1. Tento graf zobrazuje vývoj kurzu akcie UNIPETROL v časovém horizontu do 1. ledna 2010 do 31. ledna 2015 na BCPP na trhu Prime v režimu kontinuálního obchodování. V spodní části grafického zobrazení je uveden vývoj objemu obchodů s tímto akciovým instrumentem za sledované období na BCPP. Graf byl získán z internetového portálu BCPP.

Graf 4.1 Vývoj kurzu akcie UNIPETROL od 1. 1. 2010 do 31. 1. 2015



Zdroj: BCPP

Bližší informace o vývoji kurzu akciového titulu UNIPETROL na BCPP v pětiletém období od roku 2010 až do roku 2014 jsou znázorněny v následující tabulce č. 4.7. Údaje uvedené v tabulce byly získány, nebo také vyčísleny, na základě dostupných informací z Výročních zpráv za období do roku 2010 až do roku 2013, z webových stránek společnosti UNIPETROL a z internetového portálu [www.akcie.cz](http://www.akcie.cz).

Tab. 4.4 Informace o vývoji kurzu akcie UNIPETROL v období 2010 až 2014

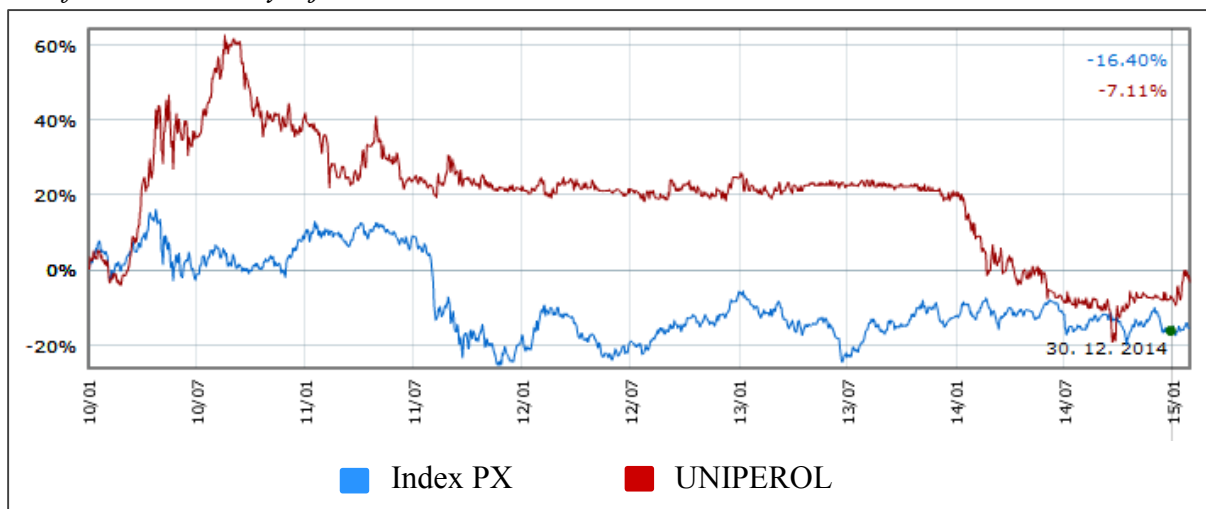
Položka	2010	2011	2012	2013	2014
Počet kusů akcií (v mil. ks)	181,3	181,3	181,3	181,3	181,3
Jmenovitá hodnota (v Kč)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Průměrná cena (v Kč)	185,6	177,8	170,3	171,4	136,1
Minimální hodnota (v Kč)	134,5	152,8	165,6	164,6	112,0
Maximální hodnota (v Kč)	228,5	206,8	175,2	174,0	169,2
Kurz akcie na konci období (v Kč)	197,0	171,0	175,0	168,0	130,5
Růst/pokles ceny akcie (v %)	-	-13,2	2,3	-4,0	-22,3
Tržní kapitalizace (v mil Kč)	35 716,1	31 002,3	31 727,5	30 458,4	23 659,7
Celkový roční objem obchodů (v mil. Kč)	12 503,4	7 497,7	1 979,9	1 998,6	404,6

Zdroj: Vlastní zpracování

Z grafického zobrazení č. 4.1 a z tabulky č. 4.4 lze vysledovat klesající trend kurzu akcie UNIPETROL na BCPP. Za dané sledované období dosáhla cena akcie svého minima v roce 2014, kdy kurz klesl na hodnotu 112 Kč. Naopak v prvních dvou letech dosahovala cena akce vysokých hodnot, přičemž v některých obchodovaných dnech překročila hodnotu 200 Kč. I celkový roční objem obchodů s akcií UNIPETROL na BCPP měl v hodnoceném období klesající tendenci.

V následujícím grafu je srovnán vývoj kurzu akcie UNIPETROL s vývojem indexu PX, jehož součástí je i tento akciový titul. Časový horizont hodnocení kurzů těchto finančních instrumentů zahrnuje období od 1. ledna 2010 do 31. ledna 2015. Graf 4.2 byl získán z internetového portálu [www.akcie.cz](http://www.akcie.cz).

Graf 4.2 Srovnání vývoje indexu PX a kurzu akcie UNIPETROL od 1. 1. 2010 do 31. 1. 2015



Zdroj: [www.akcie.cz](http://www.akcie.cz)

Mezi vývojem kurzu akcie UNIPETROL a vývojem indexu PX nelze vidět vysokou závislost mezi těmito instrumenty, i přes skutečnost, že akcie UNIPETROL jsou součástí indexu PX. To je dáno tím, že tento akciový titul se podílí na indexu PX jen z části, konkrétně je jeho podíl ve výši 2,7 %, jak je již uvedeno v tabulce č. 4. 3.

#### **4.1.9 Finanční analýza**

Pro posouzení finančního zdraví firmy UNIPETROL jsou aplikovány v této kapitole poměrové ukazatele a predikční bankrotní a ratingové modely. Vstupní údaje pro finanční analýzu podniku UNIPETROL byly získány z Výročních zpráv za období 2008 až 2013, přičemž účetní výkaz rozvaha je uveden v příloze č. 3, výkaz zisku a ztráty v příloze č. 4 a výkaz cash flow v příloze č. 5.

V dílčích analýzách jsou výsledné hodnoty společnosti UNIPETROL srovnány s třemi konkurenčními podniky. Konkurenční firmy byly vybrány na základě tržeb, viz graf 3. 4, tedy se jedná o podniky, které dosáhly v letech 2011 až 2013 nejvyšších tržeb a lze je považovat za největší konkurenty společnosti UNIPETROL. Jedná se o firmu Čepro, a. s. (dále jen Čepro), Eni Česká republika, s. r. o. (dále jen Eni) a Shell Czech Republic, a. s. (dále jen Shell). Porovnání s těmito konkurenčními společnostmi je za období 2010 až 2013, přičemž k tomuto srovnávání byly převzaty finanční údaje o těchto společnostech z jejich Výročních zpráv za období 2010 až 2013, a to z účetního výkazu rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash-flow.

##### **4.1.9.1. Poměrové ukazatele**

Účelem poměrových ukazatelů je zhodnotit finanční zdraví společnosti dle dílčích oblastí. Ukazatele jsou zaměřeny na finanční stabilitu a zadluženost podniku, dále na jeho rentabilitu, aktivitu a likviditu. Vzhledem ke skutečnosti, že akcie podniku UNIPETROL jsou kótovány na českém kapitálovém trhu, jsou také aplikovány ukazatele kapitálového trhu.

##### **Ukazatele finanční stability a zadluženosti**

Dle zdrojů financování podnikových aktiv lze hodnotit finanční stabilitu firmy. S tímto také souvisí i zadluženost podniku. Za účelem posouzení finanční stability a zadluženosti společnosti UNIPETROL jsou v následující tabulce č. 4.5 uvedeny výsledné hodnoty vybraných ukazatelů. Těmito ukazateli je podíl vlastního kapitálu na aktivech, stupeň krytí stálých aktiv, majetkový koeficient, úrokové krytí, úrokové zatížení, celková, dlouhodobá a



krátkodobá zadluženost. Ukazatelé finanční stability a zadluženosti byly stanoveny na základě vztahů 2.1 až 2.8. Hodnoceným časovým horizontem je období od roku 2008 až do roku 2013.

*Tab. 4.5 Ukazatele finanční stability a zadluženosti v letech 2008 - 2013*

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl vlastního kapitálu na aktivech (v %)	67,39	65,02	63,12	57,46	58,58	56,60
Stupeň krytí stálých aktiv (v %)	112,48	110,71	118,60	115,61	117,70	121,42
Majetkový koeficient (v %)	148,39	153,81	158,43	174,03	170,71	176,68
Úrokové krytí	2,715	-2,085	6,239	-20,134	-12,072	-3,614
Úrokové zatížení	0,368	-0,480	0,160	-0,050	-0,083	-0,277
Celková zadluženost (v %)	32,61	34,98	36,88	42,54	41,42	43,40
z toho: Dlouhodobá zadluženost (v %)	8,36	7,33	7,01	7,08	1,88	5,72
Běžná zadluženost (v %)	24,24	27,66	29,87	35,46	39,54	37,68

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Na základě výše uvedené tabulky č. 4.5 lze konstatovat, že společnost UNIPETROL v rámci své podnikatelské činnosti zvyšuje podíl cizích zdrojů na financování podnikových aktiv. Rovněž docházelo ve sledovaném období k překapitalizování, jelikož oběžná aktiva byla z části krytá dlouhodobými zdroji. Tento konzervativní přístup financování majetků není příliš efektivní, avšak k překapitalizování došlo jen částečně, i když jeho trend je rostoucí. Pokles vlastního kapitálu, jako způsobu financování, byl významně ovlivněn záporným výsledkem hospodaření, kterého bylo dosaženo v letech 2009, 2011 až 2013. Tímto bylo zapotřebí častěji využívat ke způsobu financování majetku podniku prostřednictvím cizích zdrojů.

I přes skutečnost, že docházelo k překapitalizování společnost, i když u vlastního kapitálu byla zaznamenána ve sledovaném období klesající tendence, docházelo k postupnému navyšování krátkodobého cizího zdroje financování. Došlo zejména k růstu závazků z obchodních vztahů. Jak lze vidět z tabulky č. 4.5 celková zadluženost je poměrně nízká, avšak se dostala do rostoucí tendence. Z důvodu posouzení, zda-li je tento rostoucí trend negativní jevem či je nízká hodnota ukazatele celkové zadluženosti společnosti UNIPETROL obvyklá v českém rafinérském a petrochemickém průmyslu, jsou výsledné hodnoty tohoto ukazatele srovnány s vyčíslenými hodnotami dalších tří podniků v tomto sektoru, viz tabulka č. 4.6.

Sledované období bylo ovlivněno provozním výsledkem hospodaření, který se vyjma roku 2008 a 2010 dostal do záporných čísel, a tedy byla zaznamenána ztráta. Avšak při dosažení provozního zisku, byl tento zisk dostatečně velký, aby pokryl nejen vyplácení nákladových úroků, ale aby mohl tento zisk sloužit i k dalším účelům.

Rovněž v těchto dvou letech bylo úrokové zatížení poměrně nízké, čímž si společnost UNIPETROL mohla dovolit i vyšší využití cizích zdrojů financování.

V následující tabulce č. 4.6 jsou již vybrané ukazatele oblasti finanční stability a zadluženosti porovnány s výslednými hodnotami tří konkurenčních podniků v odvěti, a to firmou Čepro, Eni a Shell. Zvolenými ukazateli se rozumí podíl vlastního kapitálu na aktivech, stupeň krytí stálých aktiv, celková zadluženost a úrokové krytí, pro jejichž výpočet byly aplikovány vztahy 2.1, 2.2, 2.4 a 2.6.

*Tab. 4.6 Srovnání vybraných ukazatelů finanční stability a zadluženosti s konkurencí*

Podnik	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
	Podíl vlastního kapitálu na aktivech (v %)				Stupeň krytí stálých aktiv (v %)			
UNIPETROL	63,12	57,46	58,58	56,60	118,60	115,61	117,70	121,42
Čepro	49,19	50,82	49,88	50,08	113,01	122,10	129,96	141,28
Eni	14,80	9,81	3,14	1,94	84,92	44,84	35,29	29,31
Shell	46,63	36,13	19,14	33,45	138,10	125,34	85,75	131,67
	Celková zadluženost (v %)				Úrokové krytí			
UNIPETROL	36,88	42,54	41,42	43,40	6,239	-20,134	-12,072	-3,614
Čepro	50,76	49,15	50,07	49,88	235,613	164,047	193,134	157,099
Eni	85,20	78,74	96,80	98,06	1,176	-27,811	-7,618	-26,385
Shell	53,37	63,74	72,43	76,78	64,245	-56,806	-46,711	-25,146

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Ačkoliv se podíl vlastního kapitálu na aktivech firmy UNIPETROL v letech 2010 až 2013 snižoval, stále drží tato společnost nejvyšší podíl vlastního kapitálu na majetku ve srovnání s konkurencí. Tato skutečnost svědčí o výši finanční samostatnosti podniku.

Stejně jako v případě firmy UNIPETROL, tak i společnosti Čepro a Shell byl zvolen konzervativní způsob financování, a tedy financování stálých a částečně oběžných aktiv prostřednictvím dlouhodobých zdrojů. Avšak u podniku Eni docházelo k poklesu ukazatele stupně krytí stálých aktiv v sledovaném období, a tudíž k markantnímu podkapitalizování společnosti. Tímto sice firma Eni získává levnější zdroje, avšak při dlouhodobém trvání se může dostat do problému s likviditou.

Jak bylo uvedeno výše, společnost UNIPETROL je samostatnější ve financování majetku ve srovnání s konkurenčními podniky. To se také projevilo v rámci ukazatele celkové zadluženosti, kde je porovnáván již cizí kapitál. Firma UNIPETROL dosahuje nejnižších hodnot a tedy její věřitelské riziko je nejnižší z hodnocených společností. Zda-li je vhodnější používat k financování podnikových aktiv cizí či vlastní kapitál v rafinérském a

petrochemickém odvětví, je zapotřebí porovnat celkovou zadluženost i se ziskovostí firmy, tedy ukazateli rentability, viz dále.

V rámci hodnocení úrokového krytí byla pozitivně posouzena schopnost společnosti UNIPETROL hradit z provozního zisku nejen nákladové úroky, ale i jiné, v případě ziskovosti. Avšak na základě tabulky 4.6 lze konstatovat, že míra úrokového krytí firmy UNIPETROL (v ziskových letech) je několikanásobně nižší než v případě podniku Čepro a Shell.

### Ukazatele rentability

Dalším podstatným kritériem hodnocení finanční situace podniku je jeho ziskovost. V rámci poměrové analýzy je výnosnost společnosti UNIPETROL měřena prostřednictvím ukazatelů rentability, kterými je rentabilita aktiv, rentabilita dlouhodobých zdrojů, rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita tržeb. Výsledné hodnoty těchto ukazatelů, jež byly vyčísleny prostřednictvím vztahů 2.9 až 2.12 jsou zobrazeny v následující tabulce.

*Tab. 4.7 Ukazatele rentability v letech 2008 – 2013 (v %)*

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita aktiv	1,74	-1,12	2,73	-9,39	-7,50	-1,79
Rentabilita dlouhodobých zdrojů	2,29	-1,55	3,89	-14,55	-12,40	-2,87
Rentabilita vlastního kapitálu	0,23	-2,21	2,39	-18,08	-10,08	-4,93
Rentabilita tržeb	0,09	-1,24	1,08	-6,10	-2,81	-1,55

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Vývoj ukazatelů rentability byl významně ovlivněn vývojem dílčích výsledků hospodaření. V průběhu sledovaného období se pouze maloobchodní segment prodeje motorových paliv ukázal jako ziskový, avšak jeho rentabilita se postupně snižovala. Naopak rafinérský segment v daném časového horizontu vykazoval ztrátu. Podnikatelská činnost petrochemického průmyslu firmy UNIPETROL byla nejprve v letech 2008 a 2009 v záporných číslech, ale v roce 2010 se přehoupala výnosnost tohoto segmentu do kladných hodnot a stále rostla. Tímto se tento segment stal pro firmu UNIPETROL velmi perspektivní do budoucnosti.

Z počátku sledovaného období byla nízká či záporná ziskovost ovlivněna globální ekonomickou a finanční recesí, která se na českém území nejvíce negativně projevila v automobilovém průmyslu a stavebnictví a následně měla vliv na produkty navazujících trhů, a to včetně rafinérského a petrochemického průmyslu. Zejména byly hospodářskou krizí poznamenány ropné produkty. V průběhu období od roku 2009 až do roku 2011 působily na výnosnost společnosti UNIPETROL ceny a marže v rafinérském a petrochemickém průmyslu,

kteřé měly mezi jednotlivými léty výrazné výkyvy. V letech 2012 a 2013 byla zaznamenána slabší poptávka v důsledku vyšší úspory motorových paliv automobilů. Dalším podstatným faktorem ovlivňující rentabilitu podniku byla cena ropy a odstávky provozně-technického, ekonomického charakteru či v důsledků přírodních vlivů, zejména povodní.

V následující tabulce č. 4.8 je srovnána ziskovost společnosti UNIPETROL s konkurenčními podniky, a to firmou Čepro, Eni a Shell. Rentabilita dílčích ukazatelů byla stanovena pomocí vztahů 2.9 a 2.11 za období od roku 2010 až 2013.

*Tab. 4.8 Srovnání vybraných ukazatelů rentability s konkurenčními podniky*

Podnik	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
	Rentabilita aktiv (v %)				Rentabilita vlastního kapitálu (v %)			
UNIPETROL	2,73	-9,39	-7,50	-1,79	2,39	-18,08	-10,08	-5,46
Čepro	5,49	4,43	3,27	2,54	8,56	6,93	5,36	4,73
Eni	1,17	-10,69	-3,57	-11,91	-3,20	-3,53	-170,67	-660,39
Shell	5,34	-4,34	-3,37	-9,49	6,76	-10,85	-17,29	-23,01

*Zdroj: Vlastní zpracování*

V rámci hodnocených vybraných podniků dosahuje ziskovosti pouze firma Čepro v průběhu celého sledovaného období. Při srovnání podniku Shell se společností UNIPETROL dosahuje firma Shell v prvních dvou letech lepších výsledků, avšak v následujících dvou obdobích není ztrátovost společnosti UNIPETROL tak vysoká, jako u podniku Shell.

### **Ukazatele aktivity**

Pomocí ukazatelů aktivity je analyzována efektivnost hospodaření podniku s jednotlivými aktivy. Pro posouzení, jak společnost UNIPETROL používá svůj majetek k podnikatelské činnosti, byly stanoveny hodnoty ukazatele obrátky celkových aktiv, doby obratu aktiv, zásob, pohledávek a závazků za sledované období od roku 2008 až do roku 2013 prostřednictvím vztahů 2.13 až 2.17. Výsledné hodnoty jsou uvedeny v nadcházející tabulce.

*Tab. 4.9 Ukazatele aktivity v letech 2008 – 2013*

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Obrátka celkových aktiv	1,70	1,16	1,40	1,70	2,10	1,99
Doba obratu aktiv (ve dnech)	211,80	311,19	257,42	211,27	171,16	181,05
Doba obratu zásob (ve dnech)	26,45	45,93	42,69	42,90	35,51	38,77
Doba obratu pohledávek (ve dnech)	36,55	51,12	40,29	39,75	38,46	46,23
Doba obratu závazků (ve dnech)	69,07	108,86	94,94	89,87	70,90	78,58

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Obrátka celkových aktiv společnosti UNIPETROL je poměrně nízká. Nicméně alespoň přesáhla hodnotu 1, čímž se aktiva obrátila na tržbách více než jedenkrát za rok. V roce 2012 se tak povedlo více než dvakrát za rok, což bylo způsobeno vyššími tržbami.

Doby obratu analyzovaných položek aktiv, a také závazků, zaznamenaly od roku 2009 do roku 2012 klesající tendenci, což je pozitivní. Další příznivou skutečností je dodržení pravidla solventnosti, tedy doba vyinkasování pohledávek je nižší než doba úhrady závazků.

Následně jsou čtyři vybrané ukazatele aktivity srovnány v rámci konkurenčního prostředí. Těmito ukazateli je obrátka celkových aktiv, doba obratu aktiv, pohledávek a závazků, jež byly stanoveny pomocí vztahů 2.13, 2.14, 2.16 a 2.17.

*Tab. 4.10 Srovnání vybraných ukazatelů aktivity s konkurenčními podniky*

Podnik	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
	Obrátka celkových aktiv				Doba obratu aktiv (ve dnech)			
UNIPETROL	1,40	1,70	2,10	1,99	257,42	211,27	171,16	181,05
Čepro	2,72	2,77	3,45	3,80	132,38	129,86	104,22	94,74
Eni	5,60	5,29	4,55	5,53	64,30	68,04	79,18	65,13
Shell	5,66	5,27	5,21	5,51	63,65	68,28	69,05	65,34
	Doba obratu pohledávek (ve dnech)				Doba obratu závazků (ve dnech)			
UNIPETROL	40,29	39,75	38,46	46,23	94,94	89,87	70,90	78,58
Čepro	38,80	39,98	36,35	35,19	67,20	63,82	52,19	47,26
Eni	22,13	19,84	19,63	5,03	54,78	53,58	76,65	63,87
Shell	23,40	27,90	25,25	20,52	33,97	43,52	50,01	50,17

*Zdroj: Vlastní zpracování*

I když obrátka celkových aktiv se zlepšovala, je hodnota tohoto ukazatele u společnosti UNIPETROL nižší než u ukazatelů konkurenčních firem. Také doba obratu aktiv je mnohonásobně vyšší. Toto jsou skutečnosti, které nasvědčují, že společnost UNIPETROL by mohla lépe řídit svá aktiva.

### **Ukazatele likvidity**

Za účelem rozboru, zda-li je společnost UNIPETROL schopna získat dostatečné množství finančních prostředků a následně dostat svých závazků, je hodnocena likvidita podniku. Tato platební schopnost je analyzována prostřednictvím ukazatelů celkové likvidity, pohotové likvidity, okamžité likvidity, podílu pohledávek na oběžných aktivech, podílu zásob na oběžných aktivech, čistého pracovního kapitálu a poměrového ukazatelů likvidity. Tyto ukazatele byly stanoveny na základě vztahů 2.18 až 2.21 za období od roku 2008 do roku 2013.

Tab. 4.11 Ukazatele aktivity v letech 2008 – 2013

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Celková likvidita	1,347	1,253	1,368	1,246	1,230	1,292
Pohotová likvidita	0,831	0,719	0,813	0,673	0,705	0,724
Okamžitá likvidita	0,068	0,074	0,258	0,122	0,153	0,059
Čistý pracovní kapitál (v mil. Kč)	4 852,4	4 077,2	6 760,4	4 983,4	4 631,6	5 496,9

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnocení platební schopnosti společnosti UNIPETROL na základě ukazatelů celkové, pohotové a okamžité likvidity, nedopadlo příliš příznivě. Výsledné hodnoty těchto ukazatelů se nenacházejí v obecném optimálním intervalu. V případě celkové likvidity je optimální rozmezí od 1,5 do 2,5, u pohotové likvidity jím je interval od 1,0 do 1,5 a nejpříznivější hodnota okamžité likvidity činí 0,2, jak uvádí Dluhošová (2010, str. 83). Stanovené hodnoty těchto ukazatelů pro společnost se v případě ukazatelů celkové a pohotové likvidity nacházejí pod optimálním intervalem, čímž může být ohrožena likvidita podniku. Výsledné hodnoty okamžité likvidity nedosahují nejpříznivější hodnoty, vyjma roku 2010, ve kterém je výše tohoto ukazatele mírně nad optimem. Avšak tyto optimální rozmezí jsou pouze obecnými, proto jsou výsledné hodnoty výše uvedených ukazatelů likvidity srovnány s konkurenčními podniky, viz tabulka č. 4.12.

Ukazatel čistého pracovního kapitálu potvrdil skutečnost, která byla zjištěna u ukazatelů finanční stability a zadluženosti a to, že podnik UNIPETROL je překapitalizován. Tedy společnost financuje oběžná aktiva nejen krátkodobými, ale i dlouhodobými zdroji. Avšak jedná se efektivnější využití kapitálu než v případě, kdy dochází v podniku k podkapitalizování.

V následující tabulce č. 4.12 jsou výsledné hodnoty vybraných ukazatelů společnosti UNIPETROL porovnány s hodnotami konkurenčních podniků. Těmito zvolenými ukazateli je celková likvidita, pohotová likvidita, okamžitá likvidita. Dílčí ukazatele byly stanoveny prostřednictvím vztahů 2.18 až 2.20.

Tab. 4.12 Srovnání vybraných ukazatelů likvidity s konkurenčními podniky

Podnik	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
	Celková likvidita				Pohotová likvidita				Okamžitá likvidita			
UNIPETROL	1,37	1,25	1,23	1,29	0,81	0,67	0,71	0,72	0,26	0,12	0,15	0,06
Čepro	1,14	1,21	1,26	1,33	1,01	0,99	1,07	1,16	0,32	0,33	0,28	0,32
Eni	0,95	0,88	0,79	0,79	0,51	0,66	0,36	0,38	0,07	0,07	0,08	0,08
Shell	1,24	1,13	1,20	1,04	0,76	0,70	0,61	0,46	0,00	0,00	0,01	0,01

Zdroj: Vlastní zpracování

I když výsledné hodnoty ukazatelů celkové, pohotové a okamžité likvidity společnosti UNIPETROL nedosahují jejich optimálního intervalu, lze na základě srovnání s konkurenčními podniky (viz tabulka č. 4.12) konstatovat, že se hodnoty dílčích intervalů od roku 2010 nalézají v rozmezí mezi minimálními a maximálními hodnotami v rámci konkurenčního porovnání.

### Ukazatele kapitálového trhu

Společnost UNIPETROL je akciovou společností s veřejně obchodovatelnými akciemi, tudíž je vhodné provést analýzu ukazatelů s využitím údajů z kapitálového trhu. V této části jsou tedy vstupními daty nejen účetní informace z rozvahy a výkazu zisku a ztráty za hodnocené období 2008 až 2013, ale rovněž údaje zjištěné na kapitálovém trhu, resp. BCPP. Přičemž za kurz akcie podniku UNIPETROL pro jednotlivé období je považován kurz akcie k poslednímu obchodovanému dni v daném období. V následující tabulce č. 4.13 jsou uvedeny tyto ukazatele, konkrétně byl aplikován ukazatel čistý zisk na akcii, Price-Earnings Ratio, Market-to-Book Ratio a účetní hodnota akcie, jež byly stanoveny pomocí vztahů 2.22 až 2.25.

Tab. 4.13 Ukazatele kapitálového trhu v letech 2008 – 2013

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Čistý zisk na akcii	0,36	-4,66	5,17	-32,61	-17,08	-7,70
Price-Earnings Ratio	616,23	-27,47	35,93	-5,45	-9,97	-22,26
Market-to-Book Ratio	2,23	1,28	1,86	1,78	1,70	1,71
Účetní hodnota akcie	0,21	0,21	0,21	0,18	0,16	0,16

Zdroj: Vlastní zpracování

U těchto analyzovaných ukazatelů je preferován rostoucí trend. Nicméně v případě společnosti UNIPETROL mají tyto ukazatele klesající tendenci. Přičemž ukazatele čistého zisku na akcii a ukazatele Price-Earnings Ratio jsou ovlivněni zejména negativním výsledkem hospodaření v jednotlivých letech. V případě ukazatelů Market-to-Book Ratio a účetní hodnoty akcie měl na sestupný trend pokles ceny akcie UNIPETROL.

#### 4.1.9.2. Predikční modely hodnotící finanční úroveň

Finanční hospodaření firmy lze analyzovat prostřednictvím predikčních modelů hodnotící finanční úroveň firmy. Mezi ratingového modely se řadí Kralickuv Quick-test a ten je také následně aplikován. Z bankrotních modelů je dále použit Altmanův model a bankrotní model manželů Neumaierových upravený pro české prostředí, tedy index *IN*.

### Kralickuv Quick-test

Finanční situaci podniku UNIPETROL je možné zhodnotit na základě ratingového modelu Kralickuv Quick-test. Účelem tohoto modelu je bodově ohodnotit ukazatele R1, R2, R3 a R4, které jsou stanoveny a bodově ohodnoceny na základě postupu dle tabulky 2.1. Dále je posouzena finanční stabilita a výnosová situace společnosti pomocí vztahů 2.28 a 2.29, přičemž tyto ukazatele jsou uvedeny v následující tabulce č. 4.14. Souhrnné hodnocení je určeno prostřednictvím kritéria vážného průměru, viz vzorec 2.30, jež je zobrazeno rovněž v následující tabulce.

*Tab. 4.14 Kralickuv Quick-test společnosti UNIPETROL v letech 2008 – 2013*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Finanční stabilita	3,5	3	3,5	2	3	2
Výnosová situace	1	1	3	0,5	0,5	0,5
Souhrnné hodnocení	2,25	2	3,25	1,25	1,75	1,25

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Bodová škála je v rozmezí 0 až 4, přičemž vyšší bodové ohodnocení představuje silnější a stabilnější situaci podniku. Dle výše uvedené tabulky je možné konstatovat, že finanční stabilita společnosti UNIPETROL je poměrně silná, vyjma roku 2011 a 2013, ve kterých lze situaci podniku označit za průměrnou. Nicméně výnosová situace podniku je mizivá, s výjimkou v roce 2010. V tomto období je celková situace v rámci sledovaného období nejsilnější, Avšak v následujících letech došlo k prudkému poklesu. Ratingové ohodnocení celkové situace společnosti UNIPETROL v letech 2011 až 2013 se nedostalo pod úroveň 1, a tudíž nelze nazvat tuto finanční situaci za špatnou, ale lze ji ohodnotit jako podprůměrnou s tím, že je zapotřebí zlepšit zejména výnosovou stránku podniku.

Následně je porovnána celková situace společnosti UNIPETROL s dalšími podniky v odvětví, a to společnostmi Čepro a Shell. V případě firmy Eni se nepodařilo dohledat veškeré vstupní údaje pro aplikaci Kralickova Quick-testu. Postup výpočtu je totožný.

*Tab. 4.15 Kralickuv Quick-test konkurenční srovnání v letech 2010 – 2013*

	2010	2011	2012	2013
UNIPETROL	3,25	1,25	1,75	1,25
Čepro	2	2,75	2	2
Shell	1,5	1,5	1,5	2

*Zdroj: Vlastní zpracování*



Na počátku sledovaného období byla celková situace společnosti UNIPETROL v rámci konkurenčního porovnání nejsilnější, avšak posléze došlo k prudkému poklesu. V případě dalších dvou hodnocených podniků byla celková situace konstantní nebo byl zaznamenáno její zlepšení. V posledním hodnoceném období, a to v roce 2013, byla celková situace společnosti UNIPETROL nejhorší, a to i přes skutečnost, že firma Shell měla slabší výnosovou situaci, avšak její finanční stabilita je vyšší než u podniku UNIPETROL. Finanční stabilita, ale i výnosová situace, je u společnosti Čepro silnější než-li v případě firmy UNIPETROL.

### Altmanův index

Dalším aplikovaným predikčním modelem, je bankrotní Altmanův model. Cílem tohoto modelu je zjistit, zda-li je analyzovaná společnost ohrožena bankrotem či nikoliv. Za účelem zjištění, je-li firma UNIPETROL ohrožena bankrotem, nebo také ne, jsou níže (viz tabulka č. 4.16) uvedeny výsledné hodnoty Z-score v letech 2008 až 2013, jež byly stanoveny prostřednictvím Altmanova modelu pro společnosti s veřejným úpisem akcií, viz vztah 2.26.

*Tab. 4.16 Altmanův index v letech 2008 – 2013*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Z-score	3,054	2,376	2,971	2,558	3,092	3,119

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Pozitivní stránkou situace společnosti UNIPETROL je, že v sledovaném období 2008 až 2013 se nedostala hodnota Altmanova indexu pod úroveň 1,81 a tudíž podnik nebyl přímo ohrožen bankrotem. V letech 2009 až 2011 se situace firmy UNIPETROL nacházela v tzv. „šedé zóně“, a tedy nelze jednoznačně konstatovat, byl-li podnik zcela mimo bankrotní situaci. V letech 2008, 2012 a 2013 překročila hodnota Z-score úroveň 2,99, a tedy byla vysoká pravděpodobnost, že společnost UNIPETROL nebankrotuje.

Vzhledem ke skutečnosti, že se v českém konkurenčním prostředí v odvětví rafinérského a petrochemického průmyslu nevyskytuje další společnost, jejíž akcie by byly kótovány na kapitálovém trhu, není v případě Altmanova modelu provedeno srovnání s konkurencí.

### Index *IN*

Zhodnotit finanční zdraví společnosti UNIPETROL lze také prostřednictvím Indexu *IN*, který byl přizpůsoben na tuzemském prostředí. Pro posouzení finanční situace podniku UNIPETROL pomocí indexu *IN* byl použit vztah 2.27. Váhy  $V_1$ ,  $V_3$ ,  $V_4$  a  $V_6$  jsou rozdílné pro

jednotlivá odvětví. Společnosti UNIPETROL byly přiřazeny váhy určené pro podniky působící ve zpracovatelském průmyslu, a to  $V_1$  ve výši 0,24,  $V_3$  ve výši 7,61,  $V_4$  ve výši 0,48 a  $V_6$  ve výši 11,92. Tyto váhy byly převzaty od Dluhošové (2010, str. 101). Výsledné hodnoty indexu  $IN$  v období od roku 2008 až do roku 2013 jsou uvedeny v tabulce č. 4.17.

*Tab. 4.17 Index  $IN$  v letech 2008 – 2013*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Index $IN$	2,117	1,052	2,353	-1,423	-0,186	1,103

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Na základě ohodnocení finančního zdraví společnosti UNIPETROL, byla finanční situace podniku v letech 2008 a 2010 mimo ohrožení. Naopak v letech 2011 a 2012 se hodnota indexu  $IN$  dostala pod úroveň 1, a tedy v tomto dvouletém období byla finanční situace společnosti UNIPETROL velmi slabá. V letech 2009 a 2013 se hodnota indexu  $IN$  nacházela v intervalu od 1 do 2, a tedy v těchto letech nebylo možné označit, zda-li je podnik finančně ohrožen nebo je finančně stabilní.

Jelikož nebyly dohledány veškeré potřebné vstupní data pro výpočet indexu  $IN$  konkurenčních podniků, nelze tak výslednou hodnotu indexu  $IN$  firmy UNIPETROL porovnat v rámci konkurenčního prostředí.

## **4.2 Stanovení vnitřní hodnoty akcií společnosti UNIPETROL, a. s.**

Vyčíslení vnitřní hodnoty akciového instrumentu je nejvýznamnějším bodem fundamentální analýzy. Součástí je i porovnání této vnitřní hodnoty s aktuálním tržním kurzem a následné porovnání vnitřní hodnoty akcie s dalšími dílčími analýzami, v rámci fundamentální analýzy tak, aby bylo možné učinit investiční rozhodnutí o koupě, držbě či prodeji hodnoceného akciového instrumentu. Při porovnávání vnitřní hodnoty akcie s tržním kurzem a potvrzují-li to také i ostatní dílčí metody a postupy celkové fundamentální analýzy, se má za to, že je kurz podhodnocen, je-li vnitřní hodnota akcie vyšší než tržní cena akcie a je tedy možné očekávat jeho růst. V tomto případě je vhodné investovat do akcie, dokud je její hodnota na nízké úrovni. Avšak převyšuje-li aktuální tržní kurz vnitřní hodnotu, lze tedy očekávat pokles tržní ceny akcie. Jestliže tuto skutečnost potvrzují i další dílčí analýzy v rámci celkové fundamentální analýzy, je možné daný akciový titul hodnotit za nadhodnocen. Tudíž je vhodné akcii prodat.

Za účelem stanovení vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL jsou aplikovány metody z oblasti cash flow modelů, ziskových modelů, bilančních modelů a historických modelů. Vzhledem ke skutečnosti, že společnost UNIPETROL vyplácela dividendy akcionářům pouze dvakrát od vstupu na český kapitálový trh, přičemž k poslednímu vyplácení dividend došlo v roce 2007, není v rámci této diplomové práce aplikována žádná metoda z kategorie dividendových modelů.

#### **4.2.1 Stanovení vstupních parametrů**

Pro samotný výpočet je nezbytné nejprve stanovit potřebné parametry k výpočtu vnitřní hodnoty akcie dle jednotlivých metod. Je zapotřebí odhadnout výši tržeb v budoucnosti a rovněž účetní hodnotu. Pro prognózu čistého zisku a peněžních toků je nutné vyčíslit míru růstu čistého zisku a míru růstu cash flow. Pro diskontování finančních toků je také nezbytné vymezit hodnotu požadované míry výnosnosti.

##### **4.2.1.1. Odhad tržeb**

Odhadnout tržby je vhodné za pomoci aplikace více metod tak, aby byla se zvýšila objektivita výsledných prognóz. V rámci této diplomové práce je aplikován, za účelem odhadu tržeb, geometrický průměr historického míry růstu (popř. poklesu) čtvrtletních tržeb a vícenásobná lineární regrese kvartálních tržeb společnosti UNIPETROL. Čtvrtletní tržby byly získány z pravidelně zveřejňovaných finančních údajů o podniku na internetovém portálu hodnocené firmy, viz zdroj č. 45. Při predikci tržeb pro rok 2014 a 2015 jsou roční tržby rovny součtu prognózovaných kvartálních tržeb za 1. až 4. čtvrtletí.

Na základě minulého vývoje kvartálních tržeb společnosti UNIPETROL za období od 1. čtvrtletí 2011 až do poslední známé hodnoty kvartálních tržeb, tedy do 2. čtvrtletí 2014, je odhadnuta hodnota tržeb pomocí geometrického průměru kvartálního tempa růstu (popř. poklesu) tržeb. Geometrický průměr je aplikován z důvodu snadné dostupnosti podnikových údajů a ve srovnání s aritmetickým průměrem snižuje zkreslení vlivem výskytu extrémních hodnot. V tabulce č. 4.18 je zobrazen výpočet geometrického průměru růstu tržeb prostřednictvím kvartálního tempa růstu (popř. poklesu) tržeb.

Tab. 4.18 Výpočet geometrického průměru růstu tržeb

	2011				2012			
	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q
Tržby (v mil. Kč)	23 088	25 948	24 065	24 327	25 449	27 102	28 407	26 202
Tempo růstu/poklesu tržeb	-	1,124	0,927	1,011	1,046	1,065	1,048	0,922
	2013				2014			
	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	1. Q	2. Q		
Tržby (v mil. Kč)	24 776	24 710	24 859	25 070	28 809	32 440		
Tempo růstu/poklesu tržeb	0,946	0,997	1,006	1,008	1,149	1,126		
Geometrický průměr tempa růstu	1,026505115							
Geometrický průměr (v %)	2,65							

Zdroj: Vlastní zpracování

Ve sledovaném období měly tržby rostoucí tendenci, vyjma 3. čtvrtletí roku 2011 a 1. a 2. čtvrtletí roku 2013, kdy došlo k poklesu kvartálních tržeb. Lze tedy předpokládat růst i v následujících čtvrtletích.

Prognóza tržeb společnosti UNIPETROL vyčíslených dle geometrického růstu tržeb pro nadcházející období od 3. čtvrtletí 2014 až do 4. čtvrtletí 2015 je uvedena v následující tabulce.

Tab. 4.19 Prognóza tržeb podniku UNIPETROL dle geometrického průměru (v mil. Kč)

	2014		2015			
	3. Q	4. Q	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q
Tržby	33 300	34 182	35 088	36 018	36 973	37 953

Zdroj: Vlastní zpracování

Další metodou umožňující odhadnout vývoj tržeb v budoucnu je vícerozměrná regrese, která pracuje nejen s historickými údaji, ale rovněž i s predikovanými daty. Predikce pomocí vícerozměrné lineární regresní analýzy vychází z většího počtu ukazatelů působících na závislou proměnou a dle Veselého (2003) má vyšší vypovídací schopnost. Pro aplikaci této metody byly zvoleny mezi regresory nejen makroekonomické faktory, ale i odvětvové faktory. Vysvětlujícími proměnnými pro odhad čtvrtletních tržeb je meziroční růst (popř. pokles) HDP měřený kvartálně, meziroční míra inflace měřená čtvrtletně, obecná míra nezaměstnanosti za dané čtvrtletí, průměrný kvartální kurz CZK/EUR, průměrný kurz CZK/USD za čtvrtletí, kvartální průměrný kurz CZK/RUB, čtvrtletní průměrná cena ropy Brent, průměrná cena kukuřice za příslušný kvartál, průměrná cena benzínu Natural 95 za čtvrtletí a průměrná kvartální cena nafty. Tyto vstupní data byla získána za období od 1. čtvrtletí roku 2005 do konce

2. čtvrtletí roku 2014. Údaje o výši tržeb, ceně ropy Brent, kurzu CZK/EUR a CZK/USD byly získány z webového portálu společnosti UNIPETROL. Vývoj HDP, kurzu CZK/RUB a ceny kukuřice byl převzat z internetového portálu [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz). Vstupní data míry inflace a obecné míry nezaměstnanosti byly získány od ČNB. Vývoj ceny benzínu Natural 95 a ceny nafty byl převzat z internetového portálu [www.finance.cz](http://www.finance.cz).

Prvním krokem pro aplikaci lineární regresní analýzy je korelační analýza, která slouží k posouzení vlivů dílčích veličin, zda-li je dostatečný pro vysvětlení závislé proměnné, tedy čtvrtletních tržeb, a jestli se mezi jednotlivými vysvětlujícími ukazateli nevyskytuje závislost, tedy multikolinearita, čímž by došlo ke zkreslení údajů. Po aplikaci korelační analýzy je tedy zapotřebí vyřadit z modelu míru inflace, obecnou míru nezaměstnanosti, kurz CZK/USD a kurz CZK/RUB z důvodu nízké závislosti těchto ukazatelů vůči tržbám společnosti UNIPETROL. Dále je nezbytné vyloučit z této skupiny nezávislých proměnných cenu kukuřice a cenu benzínu Natural 95, jelikož se vyskytl problém multikolinearity těchto faktorů vůči jiným nezávislým proměnným. Tedy cena kukuřice měla vysokou korelaci s devizovými kurzy, cenou ropy, benzinem Natural 95 a naftou. Benzín Natural 95 má vysokou závislost s vysvětlujícími proměnnými v podobě kurzu CZK/EUR, ceny ropy Brent, kukuřice a nafty. Korelační analýza výše uvedených faktorů, včetně vstupních dat, je součástí přílohy č. 6.

Po vyřazení těchto ukazatelů je opět aplikována korelační analýza pro potvrzení analyzovaných veličin jako vhodné vysvětlující proměnné. Po této korelační analýze nebyla vyřazena další veličina a nezávislou proměnnou v modelu je tedy HDP, kurz CZK/EUR, cena ropy Brent a cena nafty. Vysvětlovanou proměnnou jsou čtvrtletní tržby podniku UNIPETROL. Na základě této korelační analýzy je zjištěno, že nejvyšší vliv na hodnotu tržeb, ze zvolených ukazatelů, má cena nafty, a to ve výši 0,751 při hladině významnosti na úrovni 1 %. Přičemž cena nafty působí na hodnotu tržeb pozitivně. Na tržby rovněž působí pozitivně cena benzínu Natural 95 (ve výši 0,704) a HDP (ve výši 0,709). Naopak negativní vliv má kurz CZK/EUR (ve výši - 0,706).

Lineární regresní analýza vysvětlované proměnné v podobě čtvrtletních tržeb a vysvětlujících ukazatelů v podobě HDP, kurzu CZK/EUR, ceny ropy Brent a ceny nafty, je aplikována v programu SPSS na 38 pozorováních, které byly získány za období od 1. čtvrtletí 2005 do 2. čtvrtletí 2014. Vysvětlující parametry lineární regrese jsou statisticky významné. Vypovídací schopnost modelu je poměrně vysoká, činí 76,9 %, a to při hladině významnosti 5 %. Výstup lineární regresní analýzy a korelační analýzy těchto ukazatelů je uveden v příloze č. 7. Model pro odhad kvartálních tržeb pomocí lineární regresní analýzy vypadá takto,

$$Tržby_Q = -11\,997,02 + 304,5 HDP_Q + 408,02 CZK / EUR_Q + 77,03 RopaBrent_Q + 545,46 Nafta_Q,$$

kde  $Tržby_Q$  jsou kvartální tržby společnosti UNIPETROL v mil. Kč,  $HDP_Q$  je meziroční nárůst (popř. pokles) hrubého domácího produktu měřeného kvartálně v %,  $CZK/EUR_Q$  je průměrný kurz eura za dané čtvrtletí,  $RopaBrent_Q$  představuje kvartální průměrnou cenu ropy typu Brent v USD/barel a  $Nafta_Q$  je průměrná cena nafty za čtvrtletí prodávaná v tuzemsku v Kč/litr.

Po dosazení predikovaných hodnot vysvětlujících proměnných do rovnice lineárního regresního modelu je možné vyčíslit závislou proměnou, tedy očekávané čtvrtletní tržby, pro následující období. Prognózy nezávislých veličin jsou uvedeny v tabulce č. 4.20, a to pro období od 3. čtvrtletí roku 2014 do konce 4. čtvrtletí roku 2015. Přičemž očekávaný vývoj meziročního růstu HDP měřeného čtvrtletně byl převzat od ČNB a předpokládané průměrné čtvrtletní kurzy CZK/EUR byly získány od bankovní instituce ČSOB. Prognózovaná průměrná cena ropy Brent a cena nafty za čtvrtletí byla stanovena pomocí průměrného kvartálního tempa růstu vyčísleného za sledované období do 1. čtvrtletí 2005 do 2. čtvrtletí 2014. Čtvrtletní tempo růstu pro ropy Brent činí 1,0346 a pro cenu nafty je kvartální tempo růstu ve výši 1,0116.

Tab. 4.20 Čtvrtletní prognózy vysvětlujících proměnných

	2014		2015			
	3. Q	4. Q	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q
HDP (v %)	2,4	1,8	1,9	2,5	2,9	3
CZK/EUR	27,62	27,65	27,7	27,6	27,5	27,5
Ropa Brent (v Kč/barel)	113,80	117,74	121,81	126,03	130,39	134,89
Nafta (v Kč/litr)	36,36	36,78	37,20	37,63	38,07	38,51

Zdroj: ČNB, ČSOB a vlastní zpracování

Na základě těchto údajů (viz tabulka č. 4.20) a vymezení vícerozměrného lineárního regresního modelu je možné tržby odhadnout. Prognózy tržeb pro období od 3. čtvrtletí roku 2014 až do 4. čtvrtletí roku 2015 jsou zobrazeny v následující tabulce.

Tab. 4.21 Prognóza tržeb podniku UNIPETROL dle lineární regrese (v mil. Kč)

	2014		2015			
	3. Q	4. Q	3. Q	4. Q	3. Q	4. Q
Tržby	28 601	28 963	29 560	30 261	30 915	31 533

Zdroj: Vlastní zpracování

Prostřednictvím dvou výše uvedených odhadů tržeb, kterými je prognóza tržeb na základě historického geometrického průměru a odhad tržeb pomocí vícerozměrné lineární regrese, je stanoven finální vývoj kvartálních tržeb společnosti UNIPETROL pro následující období od 3. čtvrtletí roku 2014 až konce 4. čtvrtletí roku 2015. Prognóza je určena jako průměr dílčích odhadů tržeb. Tento výpočet je znázorněn v následující tabulce č. 4. 22.

Tab. 4.22 Výsledná prognóza tržeb podniku UNIPETROL

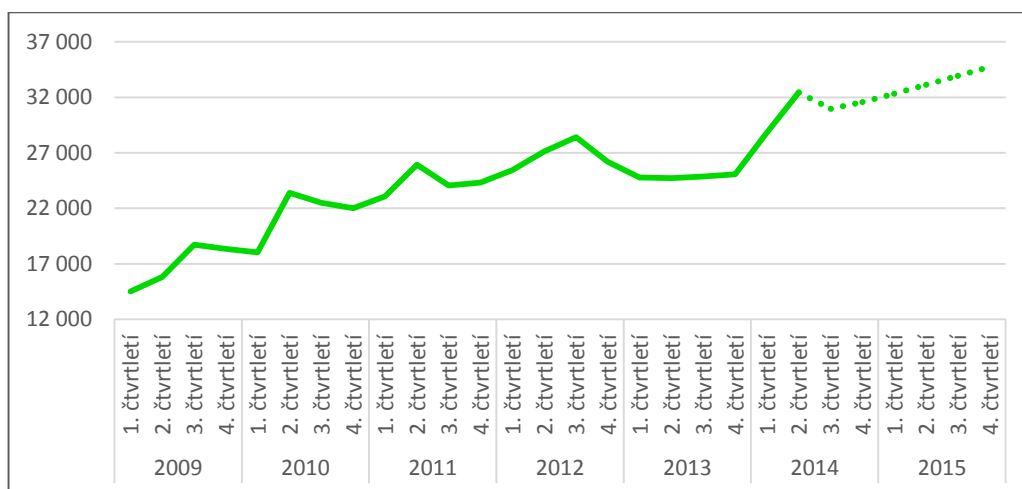
	2014		2015			
	3. Q	4. Q	3. Q	4. Q	3. Q	4. Q
Tržby (dle historického geometrického průměru), (v mil. Kč)	33 300	34 182	35 088	36 018	36 973	37 953
Tržby (dle lineární regrese), (v mil. Kč)	28 601	28 963	29 560	30 261	30 915	31 533
<b>Prognóza tržeb (v mil. Kč)</b>	<b>30 951</b>	<b>31 573</b>	<b>32 324</b>	<b>33 140</b>	<b>33 944</b>	<b>34 743</b>
Míra růstu tržeb (v %)	-4,59	2,01	2,38	2,52	2,43	2,35

Zdroj: Vlastní zpracování

Na základě této predikce dojde v 3. čtvrtletí roku 2014 nejprve k poklesu čtvrtletních tržeb společnosti UNIPETROL a následně mají kvartální tržby rostoucí tendenci, která se v 3. a 4. čtvrtletí roku 2015 mírně zpomalí. Celkové prognózované tržby společnosti UNIPETROL za rok 2014 jsou odhadnuty ve výši 128 731 mil. Kč a v roce 2015 na úrovni 146 033 mil. Kč.

V grafu 4.3 je zobrazen vývoj čtvrtletních tržeb od 1. čtvrtletí 2009 až do 4. čtvrtletí roku 2015, přičemž minulý vývoj je označen plnou čarou a prognóza tržeb je uvedena tečkovaně.

Graf 4.3 Výsledná prognóza kvartálních tržeb podniku UNIPETROL (v mil. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

#### 4.2.1.2. Odhad účetní hodnoty

Účetní hodnota představuje hodnotu aktiv podniku sníženou o výši cizích zdrojů. Jedná se tedy o vlastní kapitál držený firmou. Výpočet účetní hodnoty společnosti UNIPETROL v letech 2006 až 2013 se nachází v následující tabulce č. 4.23. Prognóza účetní hodnoty je prováděna na základě výše účetní hodnoty na jednu akcii. Proto je dále souhrnná účetní hodnota v příslušném období vydělena počtem emitovaných akcií, viz tabulka č. 4.23.

Tab. 4.23 Výpočet účetní hodnoty v letech 2006 až 2013

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Aktiva (v mil. Kč)	71 907	66 140	57 742	58 249	61 471	57 176	50 948	49 998
Cizí zdroje (v mil. Kč)	30 447	24 002	18 829	20 378	22 671	24 322	21 104	21 699
Účetní hodnota (v mil. Kč)	41 160	42 138	38 913	37 871	38 780	32 854	29 844	28 299
Počet akcií (v ks)	181 334 764							
Účetní hodnota na akcii (v Kč)	226,98	232,38	214,59	208,85	213,97	181,18	164,58	156,06

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Účetní hodnotu na akcii je možné odhadnout pomocí váženého aritmetického průměru historické míry tempa růstu a geometrického průměru historické míry tempa růstu, jak tvrdí Musílek (2011). Tyto metody je vhodné použít vzhledem k snadné dostupnosti údajů. Na základě znalosti hodnoty historického tempa růstu účetní hodnoty na akcii lze predikovat účetní hodnotu na akcii v dalším období. Výpočet váženého aritmetického průměru je založen na součinu historické míry tempa růstu účetní hodnoty na akcii a přiřazených vah, jak je zobrazeno v tabulce 4.24.

Tab. 4.24 Výpočet váženého aritmetického průměru historické míry růstu účetní hodnoty

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Účetní hodnota na jednu akcii (v Kč)	227	232	215	209	214	181	165	156
Tempo růstu/poklesu účetní hodnoty na akcii	-	0,02	-0,08	-0,03	0,02	-0,15	-0,09	-0,05
Váha	-	0,25	0,5	0,75	1	2	2,5	3
<b>Vážený aritmetický průměr tempa růstu/poklesu účetní hodnoty na akcii (v %)</b>	<b>-7,19</b>							

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Aby se zvýšila objektivita odhadu účetní hodnoty na akcii, je dále aplikována metoda geometrického průměru historické míry tempa růstu této veličiny. Ve srovnání s váženým



aritmetickým průměrem, tato metoda eliminuje vliv výskytu extrémních hodnot. V následující tabulce je zobrazen výpočet tempa růstu účetní hodnot na akcii pomocí geometrického průměru.

Tab. 4.25 Výpočet geometrického průměru historické míry růstu účetní hodnoty

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Účetní hodnota na jednu akcii (v Kč)	226	232	215	209	214	181	165	156
Tempo růstu/poklesu účetní hodnoty na akcii	-	0,02	-0,08	-0,03	0,02	-0,15	-0,09	-0,05
<b>Geometrický průměr tempa růstu/poklesu účetní hodnoty na akcii (v %)</b>	<b>-5,08</b>							

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná míra růstu účetní hodnoty na akcii je stanovena jako průměr váženého aritmetického průměru a geometrického průměru, jak je zobrazeno v nadcházející tabulce.

Tab. 4.26 Stanovení výsledné míry růstu účetní hodnoty (v %)

<b>Aplikovaná metoda</b>	<b>Míra růstu/poklesu účetní hodnoty na akcii</b>
Vážený aritmetický průměr tempa růstu/poklesu účetní hodnoty na akcii	-7,19
Geometrický průměr tempa růstu/poklesu účetní hodnoty na akcii	-5,08
<b>Průměrná míra růstu účetní hodnoty na akcii</b>	<b>-6,13</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Na základě vyčíslené míry růstu (resp. poklesu) účetní hodnoty na akcii lze pomocí součinu této míry růstu a účetní hodnoty na akcii za rok 2013 odhadnout účetní hodnotu na akcii v následujícím období. Tento výpočet vypadá následovně,

$$\text{účetní hodnota na akcii}_{2014} = 156 \text{ Kč} \cdot (1 - 6,13 \%) = 146,49 \text{ Kč}.$$

Účetní hodnota na akcii pro příští období, tj. rok 2014, je odhadnuta ve výši 146,49 Kč.

#### 4.2.1.3. Míra růstu cash flow

Aby bylo umožněno přistoupit k stanovení míry růstu cash flow je zapotřebí nejprve vyčíslit tento parametr za jednotlivá minulá období. Cash flow je zde reprezentován volnými finančními toky pro vlastníky (dále jen FCFE). FCFE se určí na základě vztahu 2.31. Jeho roční hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce za období od roku 2007 až do roku 2013. Vstupní data byla získána z Výročních zpráv společnosti UNIPETROL za sledované období.

Tab. 4.27 Výpočet FCFE v letech 2007 až 2013 (v mil. Kč)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Čistý zisk	1 277	66	-845	937	-5 914	-3 098	-1 396
Odpisy	3 496	3 438	3 346	3 496	3 107	2 807	2 415
Investiční výdaje	-5 809	-4 170	-3 188	-3 089	-3 592	-1 352	-1 728
Změna pracovního kapitálu	-2 132	1 503	1 881	263	-2 513	-394	-1 223
Splátky dluhů	-4 174	-595	-1 716	-135	683	-77	-2 325
<b>FCFE</b>	<b>-7 342</b>	<b>241</b>	<b>-522</b>	<b>1 471</b>	<b>-8 229</b>	<b>-2 114</b>	<b>-4 257</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

V první řadě je aplikován výpočet míry růstu (popř. poklesu) cash flow prostřednictvím váženého aritmetického průměru historické míry růstu FCFE. Aritmetický průměr historických měr růstu je často využíván vzhledem k snadné dostupnosti údajů, přičemž je zde aplikován vážený aritmetický průměr, aby nebyl současný vývoj významněji ovlivněn starými daty ale, aby měly vyšší váhu nejbližší období. Tento výpočet je zobrazen v následující tabulce č. 4.28. Na základě znalostí hodnoty FCFE v jednotlivých letech je určena meziroční míra růstu (resp. poklesu) FCFE. Těmto mírám růstu (resp. poklesu) jsou přiřazeny váhy, přičemž nejvzdálenějšímu období je určena nejnižší váha a nejbližšímu období nejvyšší.

Tab. 4.28 Výpočet váženého aritmetického průměru historické míry růstu FCFE

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
FCFE (v mil. Kč)	-7 342	241	-522	1 471	-8 229	-2 114	-4 257
Meziroční míra růstu/poklesu FCFE (v %)	-	140,06	-316,22	381,88	-659,33	74,32	-101,42
Váha	-	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0
<b>Vážený aritmetický průměr růstu/poklesu cash flow (v %)</b>	<b>-105,76</b>						

Zdroj: Vlastní zpracování

Vypočtená míra růstu cash flow prostřednictvím váženého aritmetického průměru může být ovlivněná extrémními hodnotami. Z tohoto důvodu je následně použita metoda normalizované historické míry růstu cash flow za nejbližší 3-letou periodu pomocí geometrického průměru. Užití geometrické průměru ve výpočtu zajistí vyhlazení krajních hodnot cash flow. Normalizovaná míra růstu se stanoví pomocí vztahu 2.49 z těchto vyhlazených krajních hodnot FCFE. Tento výpočet normalizované historické míry růstu cash flow se nachází v tabulce č. 4.29.

Tab. 4.29 Výpočet normalizované historické míry růstu FCFE za nejbližší 3-letou periodu

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
FCFE (v mil. Kč)	-7 342	241	-522	1 471	-8 229	-2 114	-4 257
Vyhlazené krajní hodnoty - geometrický průměr ze 3 nejbližších a ze 3 nejvzdálenějších cash flow (v mil. Kč)	-	-570,18			-4 199,17		
Normalizovaná míra růstu/poklesu cash flow (v %)	94,56						

Zdroj: Vlastní zpracování

Dalším možným způsobem výpočtu míry růstu cash flow je využití firemních finančních ukazatelů. Míra růstu se stanoví jako součin rentability vloženého kapitálu a míry reinvestic, tedy podle vztahu 2.53. K tomu je nezbytné znát hodnoty těchto dvou ukazatelů. Rentabilita vloženého kapitálu se určí dle vztahu 2.54. Při výpočtu rentability vloženého kapitálu pro společnost UNIPETROL byly vstupní údaje získány z Výroční zprávy za rok 2013 a daňová sazba činí 19 %. Stanovení hodnoty rentability vloženého kapitálu vypadá následovně,

$$\text{Rentabilita vloženého kapitálu} = \frac{-893\,330 \text{ tis.} \cdot (1 - 0,19)}{49\,998\,129 \text{ tis.}} = -1,45 \, \%$$

Dále je zapotřebí určit výši míry reinvestic, kterou lze vymezit na základě vzorce 2.55. Daňová sazba je ve výši 19 % a vstupní data byla také získána z Výroční zprávy za rok 2013. Výpočet míry reinvestic podniku UNIPETROL vypadá takto,

$$\text{Míra reinvestic} = \frac{1\,727\,733 \text{ tis.} - 2\,415\,318 \text{ tis.} - 1\,223\,398}{-893\,330 \text{ tis.} \cdot (1 - 0,19)} = 2,641.$$

Míra růstu cash flow vycházející z firemních finančních ukazatelů se určí pomocí vzorce 2.53, tedy jako součin rentability vloženého kapitálu a míry růstu investic. Míra růstu cash flow ( $g_{CF}$ ) se stanoví následně,

$$g^{CF} = -0,0145 \cdot 2,641 = -3,82 \, \%$$

Je zřejmé, že hodnota míry růstu se liší v závislosti na použité metodě. Dále je proveden průměr stanovených měr růstu (resp. poklesu) cash flow. V tabulce č. 4.30 jsou shrnuty použité metody výpočtu míry růstu cash flow a také je v této tabulce uvedena její finální hodnota.

Tab. 4.30 Stanovení výsledné míry růstu cash flow (v %)

Aplikovaná metoda	Míra růstu/poklesu cash flow
Historická míra růstu/poklesu cash flow odvozená od váženého aritmetického průměru	-105,76
Normalizována historická míra růstu/poklesu cash flow odvozená od geometrického průměru	94,56
Míra růstu/poklesu cash flow odvozená od firemních finančních ukazatelů	-3,82
<b>Průměrná míra růstu/poklesu cash flow</b>	<b>-5,01</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky lze vidět výrazné rozdíly mezi jednotlivými mírami růstu cash flow. Avšak nelze vyloučit žádnou z aplikovaných metod, jelikož historický vývoj FCFE a také i minulý vývoj míry růstu cash flow, viz tabulka č. 4.27 a č. 4.28, dokazují, že se hodnota FCFE vyvíjela různorodě. Konečná míra růstu cash flow, která je nadále použita ve výpočtech, je ve výši – 5,01 %.

#### 4.2.1.4. Míra růstu zisku

V rámci postupných kroků za účelem stanovení míry růstu (popř. poklesu) zisku je pracováno s čistým ziskem za dané období. Tento zisk po zdanění v letech 2007 až 2013 je uveden v tabulce č. 4.31 a jeho hodnoty byly převzaty z Výkazů zisku a ztráty za dané období.

Tab. 4.31 Vývoj čistého zisku v letech 2007 až 2013 (v tis. Kč)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Čistý zisk	1 277 436	87 825	-836 212	928 372	-5 938 767	-3 009 778	-1 545 113

Zdroj: Vlastní zpracování

První způsob sloužící k výpočtu míry růstu zisku je pomocí váženého aritmetického průměru, při jehož postupu se vychází z minulého vývoje. Nejnižší váhy jsou přiřazeny vzdálenějším obdobím a nejvyšší váhy jsou určeny nejbližším obdobím. Sledované období počíná rokem 2007 a končí rokem 2013. Výpočet míry růstu zisku prostřednictvím váženého aritmetického průměru historické míry růstu (popř. poklesu) zisku je zobrazen v nadcházející tabulce č. 4.32.

Tab. 4.32 Výpočet váženého aritmetického průměru historické míry růstu zisku

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Čistý zisk (v tis. Kč)	1 277 436	87 825	-836 212	928 372	-5 938 767	-3 009 778	-1 545 113
Míra růstu/poklesu zisku (v %)	-	-93,12	-1 052	211,02	-739,70	49,32	48,66
Váha	-	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0
<b>Vážený aritmetický průměr (v %)</b>	<b>-189,74</b>						

Zdroj: Vlastní zpracování

Vážený aritmetický průměr je citlivý na extrémní hodnoty a z tohoto důvodu je dále aplikován geometrický průměr, pomocí něhož je stanovena normalizovaná míra čistého zisku za nejbližší 3-letou periodu. V následující tabulce č. 4.33 je použita tato metoda. Nejprve je vyčíslen geometrický průměr, čímž po jeho provedení dojde k vyhlazení krajních hodnot. Z těchto vyhlazených krajních hodnot je prostřednictvím vztahu 2.49 vymezena normalizovaná míra čistého zisku.

Tab. 4.33 Výpočet normalizované historické míry růstu zisku za nejbližší 3-letou periodu

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Čistý zisk (v tis. Kč)	1 277 436	87 825	-836 212	928 372	-5 938 767	-3 009 778	-1 545 113
Geometrický průměr ze 3 nejbližších a ze 3 nejvzdálenějších čistých zisků (v tis. Kč)	-	-9 190,65			-3 022 713,59		
Normalizovaná míra růstu/poklesu čistého zisku (v %)	590,27						

Zdroj: Vlastní zpracování

Stejně jako v případě výpočtu míry růstu cash flow je také i u míry růstu čistého zisku možné stanovit míru růstu na základě finančních firemních dat. Avšak rozdíl je v použití vzorce pro výpočet. Pro vymezení míry růstu zisku se používá vztah 2.52. Přičemž obdobím  $t$  se rozumí rok 2013 a období  $t-1$  představuje rok 2012. Rentabilita vlastního kapitálu nezbytná pro výpočet byla převzata z tabulky č. 4.7 a výše účetní hodnoty v daných letech byla získána z tabulky č. 4.23. Míra růstu zisku je stanovena takto

$$g^{zisk} = \frac{-0,0493 \cdot 28\,299\,228 \text{ tis.} - 0,1008 \cdot 29\,844\,341 \text{ tis.}}{-0,1008 \cdot 29\,844\,341 \text{ tis.}} = -53,60 \text{ \%}.$$

Výsledná hodnota míry růstu čistého zisku je stanovena jako průměr výše uvedených metod. V následující tabulce je již zobrazen výpočet finální míry růstu čistého zisku.

Tab. 4.34 Stanovení výsledné míry růstu čistého zisku (v %)

Aplikovaná metoda	Míra růstu/poklesu čistého zisku
Historická míra růstu/poklesu čistého zisku odvozená od váženého aritmetického průměru	-189,74
Normalizována historická míra růstu/poklesu čistého zisku odvozená od geometrického průměru	590,27
Míra růstu/poklesu čistého zisku odvozená od firemních finančních ukazatelů	-53,60
<b>Průměrná míra růstu/poklesu čistého zisku</b>	<b>115,64</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Podle použité metody vyčíslení míry růstu čistého zisku se její hodnota výrazně liší. Nicméně na základě tabulky č. 4.31 a č. 4.32 lze říci, že vývoj čistého zisku není stabilní a ani nezaujímá žádný trend. Z tohoto důvodu nelze vyloučit žádnou z metod sloužících k výpočtu míry růstu čistého zisku, které jsou uvedeny v tabulce č. 4.34, a tudíž je dále průměrná hodnota těchto metod považována za výslednou hodnotu míry růstu čistého zisku. S touto hodnotou je i nadále pracováno.

#### 4.2.1.5. Požadovaná výnosová míra

U modelů sloužících ke stanovení vnitřní hodnoty akcie a jež respektují časovou hodnotu peněz, je požadovaná výnosová míra nezbytným vstupním parametrem. Její hodnotu lze stanovit různými metodami. Pro účely této diplomové práce je zvolen model CAPM. Hodnota požadované výnosové míry se vyčíslí pomocí vztahu 2.47.

Výše *bezrizikové sazby* je určena jako průměr historických výnosů koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou dobou splatností deset let, jelikož dle Veselé (2010) je v českém prostředí bezriziková sazba přirovnávaná k výnosnosti desetiletých státních dluhopisů. Přičemž tyto výnosy byly získány za období trvající pět let, tedy od února 2010 do ledna 2015, viz zdroj č. 32. Za *výnos tržního portfolia* je považován historický průměrný výnos indexu PX za časový interval od února 2010 do ledna 2015, přičemž výnosy jsou uvedeny na měsíční bázi. Vstupní údaje byly získány pomocí zdroje č. 28. Dalším nezbytným parametrem sloužící k vyčíslení požadované výnosové míry pomocí modelu CAPM je *Beta faktor*.

Koeficient Beta je stanoven podle vzorce 2.48. K výpočtu jsou použity měsíční výnosy tržního portfolia a měsíční výnosy akcie UNIPETROL za období od února 2010 do ledna 2015.

Výpočet bezrizikové sazby, tržního výnosu a Beta koeficientu je uveden v příloze č. 8. Bezriziková sazba je vymezena ve výši 2,075 %. Tržní výnos činí 2,4 % a Beta koeficient je oceněn ve výši 1,204. Hodnota požadované výnosové míry vypadá následovně,

$$E(r_{UNIPETROL}) = 2,075 + 1,204 \cdot (2,4 - 2,075) = 2,47 \ %.$$

Požadovaná výnosová míra pro společnost UNIPETROL je ve výši 2,47 %. Dodatečný výnos trhu vyjádřený rozdílem výnosu tržního portfolia a bezrizikové sazby činí 0,325 %. Celková riziková premie, kterou lze určit jako součin Beta koeficientu a dodatečného výnosu, dosahuje hodnoty 0,39 %.

#### 4.2.2 Cash flow modely

Cash flow modely jsou často využívanými metodami sloužícími ke stanovení vnitřní hodnoty akcie, zejména ke skutečnosti, že respektují časovou hodnotu peněz. Z této kategorie modelu je aplikován model Free Cash Flow to Equity (dále jen model FCFE), a to jako dvoufázový model. První fáze modelu trvá tři roky, a to od roku 2014 až do roku 2016. Druhá fáze počíná rokem 2017 a je předpokládáno trvání až do nekonečna.

Vnitřní hodnota akcie se vyčíslí pomocí vztahu 2.33. Hodnota FCFE je určena dle vzorce 2.31. Míra růstu cash flow již je vymezena v rámci kapitoly č. 4.2.1.3. Její hodnota činí - 5,01 %. Vzhledem ke skutečnosti, že společnost UNIPETROL dosahuje ztráty, což také ovlivnilo výpočet míry růstu cash flow, a příčiny tohoto stavu byly shledány v závislosti firmy na hospodářském cyklu, je možné dle Veselé (2011 str. 450) upravit tuto míru růstu. Z tohoto důvodu je pro první fázi modelu FCFE aplikována vypočtená míra růstu (resp. poklesu) ve výši -5,01 % a pro druhou fázi je již použita upravená míra růstu ve výši 6 %. Tato hodnota byla vymezena na základě očekávaného hospodářského oživení predikovaného dle českých a zahraničních institucí (viz kapitola 3.1) a nedávné eliminaci ilegálního obchodu v rafinérském a petrochemickém průmyslu prostřednictvím zpřísnění české legislativy, díky které analytici v působící v tomto sektoru, předpokládají posílení, prostřednictvím vyšší poptávky, nejen ziskové ale i celé hospodářské situace firem působících v tomto odvětví. K převedení budoucích finančních toků na současnou slouží požadovaná míra výnosnosti, jež nabývá hodnoty 2,47 %. Výpočet současných hodnot FCFE pro jednotlivé roky (resp. fáze) a také stanovení vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL pomocí této metody je uveden v následující tabulce.

Tab. 4.35 Stanovení vnitřní hodnoty pomocí dvoufázové metody FCFE

Položka	2014	2015	2016	2017 - ∞
Míra růstu FCFE (v %)	-5,01			6,00
PV FCFE (v tis. Kč)	-3 946 619	-3 658 709	-3 391 802	61 530 382
PV FCFE za první fázi (v tis. Kč)	-10 997 129			-
PV FCFE za druhou fázi (v tis. Kč)	-	-	-	61 530 382
PV FCFE (v tis. Kč)	50 533 253			
<b>Vnitřní hodnota akcie (v Kč)</b>	<b>278,67</b>			

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota akcie UNIPETROL určena prostřednictvím dvoufázové metody FCFE činí 278,67 Kč. Ve srovnání s aktuálním kurzem ve výši 139,5 Kč ze dne 2. 3. 2015 se tento akciový instrument zdá být podhodnocen.

#### 4.2.3 Ziskové modely

Dalšími modely, které respektují časovou hodnotou peněz, jsou ziskové modely. Na základě použitých veličin ve výpočtu dochází k jejím modifikacím. Krom kurzu akcie je při oceňování vnitřní hodnoty akcie dosazován zisk, tržby, účetní hodnota nebo hodnota dividendy. V rámci této diplomové práce je aplikován ziskový model P/E a model P/BV. Společnost UNIPETROL nevyplácí pravidelně dividendy, proto nelze vycházet z Gordonova modelu, ale jsou použity jiné modifikace těchto ziskových modelů. Podle Veselé (2011, str. 448) není vhodné u ztrátových podniků zjišťovat vnitřní hodnotu akcie prostřednictvím ziskových modelů, z důvodu nízkého nebo záporného zisku, který může zkreslit míru růstu zisku. Zda-li je vnitřní hodnota vyčíslená prostřednictvím ziskových modelů ovlivňována nízkým či negativním výsledkem hospodaření, je analyzováno v kapitole 4.5.

#### Normální P/E ratio

Vnitřní hodnota akciového instrumentu UNIPETROL je pomocí metody označované jako normální P/E ratio stanovena podle vztahu 2.38. Přičemž veličina normálního P/E je vymezena vzorcem 2.37. Míra růstu zisku je ve výši 115,64 % (výpočet viz kapitola 4.2.1.4) a požadovaná míra výnosu činí 2,47 % (výpočet viz 4.2.1.5). Dividendový výplatní poměr je zjištěn jako průměrný dividendový výplatní poměr za období od roku 2007 až 2013. Nabývá hodnoty 0,36. Čistý zisk na jednu akcii v následujícím roce je stanoven pomocí součinu míry růstu čistého zisku a hodnoty čistého zisku za předcházející období. Dosahuje hodnoty -18,37 Kč. Propočet vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL podle normálního P/E ratio je uveden v následující tabulce.



Tab. 4.36 Stanovení vnitřní hodnoty pomocí modelu normální P/E ratio

Položka	Hodnota
Čistý zisk na akcii v roce 2014 (v Kč)	-18,37
Dividendový výplatní poměr	0,36
Požadovaná výnosová míra (v %)	2,47
Míra růstu čistého zisku (v %)	115,64
Ukazatel (P/E) <sub>N</sub> na akcii	-0,301
<b>Vnitřní hodnota na akcii (v Kč)</b>	<b>5,81</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota hodnoceného akciového instrumentu vymezené pomocí metody normální P/E ratio dosahuje výše 5,81 Kč. Při porovnání této vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL a jeho aktuálního kurzu ke dni 2. 3. 2015, který je ve výši 139,5 Kč, se tento akciový titul zdá být vysoce nadhodnocen.

#### P/BV ratio

Model P/BV ratio je další metodou sloužící ke stanovení vnitřní hodnoty akcie. Ve srovnání s předchozím modelem je zde poměřován kurz akcie a účetní hodnota na akcii. K výpočtu je použit vztah 2.39. Hodnota míry požadované výnosnosti činí 2,47 %. Výše míry růstu zisku je získána z tabulky č. 4.34 a nabývá hodnoty 115,64 %. Za období 2007 až 2013 je zjištěn průměrný dividendový výplatní poměr, který činí 0,36. Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) je převzat z tabulky č. 4.7 a dosahuje hodnoty - 4,93 %. Účetní hodnota na jednu akcii pro rok 2014 je stanovena na úrovni 146,49 Kč. Výpočet vnitřní hodnoty na základě metody P/BV ratio je zobrazen v níže uvedené tabulce.

Tab. 4.37 Stanovení vnitřní hodnoty pomocí modelu P/BV ratio

Položka	Hodnota
Účetní hodnota na akcii v roce 2014 (v Kč)	146,49
Ukazatel ROE (v %)	-4,93
Dividendový výplatní poměr	0,36
Požadovaná výnosová míra (v %)	2,47
Míra růstu čistého zisku (v %)	115,64
<b>Vnitřní hodnota na akcii (v Kč)</b>	<b>2,53</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota akcie UNIPETROL vymezena pomocí ziskového modelu P/BV ratio činí 2,53 Kč. Aktuální tržní hodnota akcie ze dne 2. 3. 2015 nabývá hodnoty 139,5 Kč, a tudíž se akcie UNIPETROL zdá být vysoce nadhodnocena.

#### 4.2.4 Bilanční modely

Ze skupiny bilančních modelů je v rámci této diplomové práce aplikován model „účetní hodnoty“. Vnitřní hodnota akcie společnosti UNIPETROL je stanovena pomocí vztahu 2.41 Data o výši hodnoty aktiv a cizích zdrojů byla získána z Výroční zprávy za rok 2013, konkrétně z účetního výkazu rozvaha. Informace o počtu emitovaných akcií byly rovněž převzaty z Výroční zprávy za rok 2013. Výpočet vnitřní hodnoty akcie na základě bilančního modelu účetní hodnoty je znázorněn v následující tabulce.

*Tab. 4.38 Stanovení vnitřní hodnoty pomocí účetní hodnoty*

<b>Položka</b>	<b>Hodnota</b>
Aktiva (v Kč)	49 998 129 000
Cizí zdroje (v Kč)	21 698 901 000
Účetní hodnota (v Kč)	28 299 228 000
Počet emitovaných akcií (v ks)	181 334 764
<b><i>Vnitřní hodnota akcie (v Kč)</i></b>	<b><i>156,06</i></b>

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Vnitřní hodnota akcie UNIPETROL vyčíslena prostřednictvím účetní hodnoty je ve výši 156,06. Při porovnání s aktuálním kurzem tohoto akciového instrumentu ke dni 2. 3. 2015, jež je ve výši 139,5 Kč, se akcie společnosti UNIPETROL jeví jako podhodnocená.

#### 4.2.5 Historické modely

U historických modelů je poměřován kurz s příslušnou položkou, kterou mohou být tržby, dividendy, cash flow nebo účetní hodnota. Ve srovnání se ziskovými modely se zde pracuje pouze s historickými údaji. V rámci této diplomové práce je z kategorie historických modelů aplikován model P/S a model P/BV. Model vycházející z dividend nelze v případě společnosti UNIPETROL uplatnit, jelikož podnik nevyplácí pravidelně dividendy. Historický model vycházející z hodnoty cash flow nelze také uplatnit vzhledem ke skutečnosti, že firma v posledních letech byla ovlivněna hospodářským cyklem, přičemž cash flow společnosti zaznamenalo výrazné výkyvy v historickém vývoji (viz tabulka č. 4.27).

## Model P/S

Model P/S poměřuje historický průměrný kurz akcie a historickou průměrnou výši tržeb na akcii. Následně je tento podíl vynásoben prognózovanou hodnotou tržeb na akcii. Vnitřní hodnota je stanovena prostřednictvím tohoto modelu na základě vztahu 2.43. Průměrný historický kurz akcie za období 2007 až 2013 je stanoven jako průměr denních údajů o výši kurzu akcie UNIPETROL na BCPP a dosahuje hodnoty 190,17 Kč. Za sledované období jsou zjištěny rovněž průměrné historické tržby na akcii, a to pomocí váženého průměru, které jsou ve výši 534,49 Kč. Prognózovaná výše tržeb na akcii pro následující období činí 709,91 Kč a je vyčíslena poměrem očekávaných tržeb a počtem emitovaných akcií. Přičemž predikované tržby za rok 2014 byly převzaty z kapitoly 4.2.1.1. Výpočet vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL na základě historického modelu P/S je zobrazen v tabulce č. 4.39.

*Tab. 4.39 Stanovení vnitřní hodnoty pomocí historického modelu P/S*

<b>Položka</b>	<b>Hodnota</b>
Průměrný historický kurz akcie (v Kč)	190,17
Průměrné historické tržby na akcii (v Kč)	534,49
Ukazatel P/S	0,356
Očekávaná výše tržeb v roce 2014 na akcii (v Kč)	709,91
<b><i>Vnitřní hodnota akcie (v Kč)</i></b>	<b>252,58</b>

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Vnitřní hodnota akcie UNIPETROL stanovena pomocí historického modelu P/S nabývá hodnoty 252,58 Kč. Aktuální tržní kurz daného akciového instrumentu ze dne 2. 3. 2015 je ve výši 139,5 Kč. Cena akcie UNIPETROL se tedy zdá být podhodnocena.

## Model P/BV

Historický model P/BV pracuje na stejném principu jako model P/S, avšak poměřovanou veličinou je místo tržeb účetní hodnota. Vnitřní hodnota je vymezena tímto historickým modelem pomocí vztahu 2.45. Průměrný historický tržní kurz akcie UNIPETROL je stanoven jako průměr denních záznamů o ceně akcie na BCPP za období od roku 2007 až 2013. Historický průměrný kurz tohoto akciového titulu nabývá hodnoty 190,17 Kč. Průměrná historická účetní hodnota na jednu akcii činí 177,8 Kč za sledované období 2007 až 2013, přičemž tato hodnota je vyčíslena pomocí váženého aritmetického průměru. Účetní hodnota na akcii pro nadcházející období je prognózována ve výši 146,49 Kč, viz kapitola 4.2.1.2. Výpočet

vnitřní hodnoty akcie společnosti UNIPETROL podle historického modelu P/BV je uveden v následující tabulce.

*Tab. 4.40 Stanovení vnitřní hodnoty pomocí historického modelu P/BV*

<b>Položka</b>	<b>Hodnota</b>
Průměrný historický kurz akcie (v Kč)	190,17
Průměrná historická účetní hodnota na akcii (v Kč)	177,80
Ukazatel P/BV	1,070
Očekávaná výše účetní hodnoty v roce 2014 na akcii (v Kč)	146,49
<b>Vnitřní hodnota akcie (v Kč)</b>	<b>156,68</b>

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Vnitřní hodnota akcie společnosti UNIPETROL stanovena pomocí historického modelu P/BV je na úrovni 156,68 Kč. Ve srovnání s aktuální tržní cenou akcie ke dni 2. 3. 2015 ve výši 139,5 Kč se tento akciový instrument jeví jako podhodnocen.

### 4.3 Analýza citlivosti

Analýza citlivosti hodnotí relativní změnu kritériální veličiny, kterou je vnitřní hodnota akcie UNIPETROL vyčíslená prostřednictvím dílčích metod, vlivem změny jednotlivých faktorů o parametr  $\alpha$ , přičemž ostatní veličiny zůstávají beze změny. Relativní odchylky parametru  $\alpha$  se nacházejí v intervalu od - 9 % do + 9 %. Odstup mezi dílčími odchylkami se pohybuje ve dvou procentních bodech. Pro výpočet všech citlivostních analýz uvedených v této diplomové práci, a tedy jak citlivostní analýza v tabulce 4.41, tak i pro analýzy citlivosti v příloze č. 9, je použit vztah 2.56.

V následujícím tabulce č. 4.41 je zobrazena analýza citlivosti vnitřní hodnoty akciového titulu UNIPETROL stanoveného na základě modelu FCFE a jejích jednotlivých faktorů v podobě míry růstu cash flow pro první fázi, míry růstu cash flow pro druhou fázi, požadované míry výnosnosti a FCFE. Dále je podrobně provedena analýza vlivů dílčích složek FCFE na kritériální veličinu vnitřní hodnoty daného akciového instrumentu.

Tab. 4.41 Analýza citlivosti vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL stanovena na základě modelu FCFE (v %)

Změna faktoru	Parametr $\alpha$										
	-9 %	-7 %	-5 %	-3 %	-1 %	0%	1 %	3 %	5 %	7 %	9 %
Míra růstu cash flow pro první fázi	1,52	1,18	0,84	0,51	0,17	0,00	-0,17	-0,50	-0,84	-1,17	-1,51
Míra růstu cash flow pro druhou fázi	15,28	11,53	8,01	4,67	1,52	0,00	-1,48	-4,31	-7,01	-9,58	-12,02
Požadovaná míra výnosnosti	-3,25	-2,55	-1,84	-1,12	-0,38	0,00	0,38	1,15	1,93	2,73	3,54
FCFE	-9,00	-7,00	-5,00	-3,00	-1,00	0,00	1,00	3,00	5,00	7,00	9,00
z toho:											
Zdaněný výsledek hospodaření	-2,95	-2,30	-1,64	-0,98	-0,33	0,00	0,33	0,98	1,64	2,30	2,95
Odpisy	5,11	3,97	2,84	1,70	0,57	0,00	-0,57	-1,70	-2,84	-3,97	-5,11
Investiční výdaje	-3,65	-2,84	-2,03	-1,22	-0,41	0,00	0,41	1,22	2,03	2,84	3,65
Změna pracovního kapitálu	-6,91	-5,37	-3,84	-2,30	-0,77	0,00	0,77	2,30	3,84	5,37	6,91
Splátky dluhů	-4,92	-3,82	-2,73	-1,64	-0,55	0,00	0,55	1,64	2,73	3,82	4,92

Zdroj: Vlastní zpracování

Na základě výše uvedeného tabulky 4.41 lze konstatovat, že míra růstu cash flow pro první i druhou fázi, má negativní vliv na změnu vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL. Pro tyto ukazatele tedy platí, že růst těchto veličin vyvolá pokles vnitřní hodnoty daného akciového instrumentu a naopak pokles těchto faktorů způsobí růst vnitřní hodnoty akcie. Z těchto dvou analyzovaných faktorů je více vnitřní hodnota akciového titulu ovlivňována mírou růstu cash flow pro druhou fázi než mírou růstu cash flow pro první fázi.

Celková hodnota ukazatele FCFE má kladný vliv na vnitřní hodnotu analyzovaného akciového instrumentu, stejně jako požadovaná míra výnosnosti, tedy růst těchto ukazatelů vyvolá také růst vnitřní hodnoty akcie a naopak. Na základě bližší analýzy jednotlivých složek FCFE lze konstatovat, že na vnitřní hodnotu působí negativně pouze odpisy. Účinek ostatních položek FCFE je pozitivní. Největší vliv z těchto složek FCFE má změna pracovního kapitálu a naopak nejméně je vnitřní hodnota ovlivněna výsledkem hospodaření po zdanění.

Relativní změny vnitřních hodnot akcie UNIPETROL stanovených pomocí ziskových, bilančních a historických modelů se nacházejí v příloze č. 9. Parametr  $\alpha$  se rovněž pohybuje v intervalu od - 9 % do + 9 % s odchylkou dvou procentních bodů. Při aplikaci je také použit vztah 2.56. Shrnutí míry vlivu dílčích ukazatelů na vnitřní hodnotu akcie UNIPETROL je zobrazeno v tabulce 4.42, přičemž veličiny jsou rozděleny dle modelu výpočtu vnitřní hodnoty.

Tab. 4.42 Shrnutí vlivů dílčích ukazatelů na vnitřní hodnotu akcie UNIPETROL

Pozitivní vliv	Negativní vliv
<b>Model FCFE</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Požadovaná výnosová míra</li> <li>+ FCFE</li> <li>+ Výsledek hospodaření</li> <li>+ Investiční výdaje</li> <li>+ Změna pracovního kapitálu</li> <li>+ Splátky dluhů</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Míra růstu FCFE pro první fázi</li> <li>– Míra růstu FCFE pro druhou fázi</li> <li>– Odpisy</li> </ul>
<b>Ziskové modely</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Požadovaná výnosová míra</li> <li>+ Dividendový výplatní poměr</li> <li>+ Prognózovaná účetní hodnota</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Míra růstu čistého zisku</li> </ul>
<b>Bilanční model účetní hodnoty</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Celková aktiva v předcházejícím období</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Cizí zdroje v předcházejícím období</li> <li>– Počet emitovaných akcií</li> </ul>
<b>Historické modely</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Průměrný historický kurz akcie UNIPETROL</li> <li>+ Průměrná historická hodnota cizích zdrojů</li> <li>+ Průměrná historická hodnota odpisů</li> <li>+ Prognózovaná účetní hodnota</li> <li>+ Prognózovaná hodnota cash flow</li> <li>+ Prognózované tržby</li> <li>+ Očekávaný vývoj HDP</li> <li>+ Očekávaný vývoj kurzu CZK/EUR</li> <li>+ Očekávaná cena ropy typu Brent</li> <li>+ Očekávaná cena nafty prodávané v tuzemsku</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Průměrné historická hodnota tržeb</li> <li>– Průměrná historická účetní hodnota</li> <li>– Průměrná historická hodnota aktiv</li> <li>– Průměrná historická hodnota cash flow</li> <li>– Průměrná historická hodnota čistého zisku</li> <li>– Průměrná historická hodnota investičních výdajů</li> <li>– Průměrná historická hodnota změny pracovního kapitálu</li> <li>– Průměrná historická hodnota splátek dluhů</li> </ul>

Zdroj: Vlastní zpracování

#### 4.4 SWOT analýza

Pro zhodnocení komplexního fungování společnosti UNIPETROL a identifikace problémových oblastí či naopak nalezení nových možností dalšího rozvoje podniku, je následně aplikována SWOT analýza. Součástí této analýzy je posouzení vnitřního a vnějšího potenciálu firmy. SWOT analýza podniku UNIPETROL je uvedena v tabulce č. 4.43.

Tabulka č. 4.43 SWOT analýza společnosti UNIPETROL

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Leader v rafinérském průmyslu v tuzemsku</li> <li>+ Stabilní tržní podíl v petrochemickém průmyslu na českém trhu</li> <li>+ Dynamický růst tržního podílu v oblasti maloobchodního prodeje motorových paliv na domácím trhu</li> <li>+ Expanze na zahraniční trhy (zejména do Německa, Maďarska a na Slovensko)</li> <li>+ Silná integrace v rámci skupiny UNIPETROL</li> <li>+ Členství ve skupině Olen (získání nových výhodných obchodních smluv, získání nových odběratelů, snadnější expanze na nové zahraniční trhy, odbyt v rámci skupiny Orlen)</li> <li>+ Důraz na Výzkum a vývoj (zejména inovace výrobního procesu)</li> <li>+ Rozsáhlá síť čerpacích stanic v tuzemsku</li> <li>+ Diverzifikace produktů</li> <li>+ Dlouholetá tradice</li> <li>+ Partnerství s významnými společnostmi (VÍTKOVICE, RWE, E-ON, Tesco)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Dlouhodobá ztrátovost rafinérského segmentu</li> <li>– Závislost na hospodářském cyklu</li> <li>– Silná závislost na dostupnosti vstupních výrobních faktorů (zejména ropy)</li> <li>– Každoroční odstávky výroby na základě ekonomických, provozně-technických problémů nebo vlivem přírodních živlů a jejich několika týdenní či měsíční trvání</li> <li>– V posledních letech ztrátovost a záporné FCFE společnosti</li> <li>– Špatná výnosová situace a podprůměrná celková finanční situace podniku (oceněna dle Kralickova Quick-testu)</li> <li>– Vyplácení dividend proběhlo pouze dvakrát od vstupu na český kapitálový trh v roce 1997</li> <li>– Nízká efektivnost hospodaření s jednotlivými aktivy ve srovnání s konkurenčními podniky (Čepro, Eni a Shell)</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Expanze na nové zahraniční trhy</li> <li>✓ Zvýšení tržního podílu na tuzemském nebo zahraničním trhu</li> <li>✓ Možnost rozvoje petrochemického průmyslu</li> <li>✓ Rozšíření sítě čerpacích stanic</li> <li>✓ Rozšíření zboží a služeb nepalivového sortimentu v maloobchodním prodeji</li> <li>✓ Očekávání růstu tržeb a získání nových klientů vzhledem k již zavedeným legislativním úpravám (popř. v budoucnu dalším schválením zákonů) omezující ilegální obchod v rafinérském a petrochemickém odvětví</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>× Problémy související s ropou a její neobnovitelností</li> <li>× Prohloubení Rusko-Ukrajinského konfliktu → zastavení importu ruské ropy</li> <li>× Nestabilní politická a ekonomická situace v zemích těžících ropu (na Blízkém východě)</li> <li>× Obavy z rozvoje nebo nalezení nových nelegálních praktik související s dovozem, distribucí a prodejem ropy a motorových paliv</li> <li>× Zavedení nových legislativních podmínek či kroků v oblasti výroby motorových paliv a jejich prodeje nebo u dalších produktů či v oblasti životního prostředí</li> </ul>

Zdroj: Vlastní zpracování

## 4.5 Shrnutí dosažených výsledků

Na základě zhodnocení makroekonomického vývoje v České republice lze konstatovat, že se situace pro veřejně obchodovatelné akciové instrumenty vyvíjí pozitivně. Růst ekonomické aktivity, měřený pomocí HDP, je prognózován českými i zahraničními institucemi. Rovněž je očekáváno narůstající množství peněz v oběhu, které kladně působí na akciové kurzy. Dalším příznivým faktorem je držení úrokových měr na nízké úrovni ČNB. Tuzemská ekonomika je v současné době také ovlivněna devizovou politikou ČNB. Dle Veselé (2011) nebyl na základě minulého vývoje vysledován přímý vztah mezi vývojem zahraničních měn a akciových kurzů, ale vzhledem k zaměření podnikatelské činnosti společnosti UNIPETROL, která zpracovává ropu, zejména importovanou ze zahraničí, může být hospodaření podniku ovlivněno měnovou politikou ČNB. Prodej výrobků převažuje na českém území, ale cílem společnosti je zvyšovat export, a to zejména na trhy Evropské unie, čímž může být tato skutečnost pozitivně ovlivněna intervencemi ČNB vůči měně euro. I když mezi vývojem devizových a akciových kurzů nebyl doposud nalezen přímý vztah, tak v případě hlavní výrobní komodity, kterou je ropa, a národními měnami se vyskytuje závislost. Tuto skutečnost potvrzuje nejen korelační analýza mezi ropou typu Brent a americkým dolarem či ruským rublem uvedená v odvětvové analýze, viz kapitola 3.2.1, ale také pokles ceny ropy ke konci roku 2014, který byl vyvolán pádem ruského rublu.

V rámci odvětvové analýzy je posouzeno konkurenční prostředí společnosti UNIPETROL a atraktivita rafinérského a petrochemického odvětví. Společnost UNIPETROL drží vedoucí pozici v rafinérském sektoru. V segmentu maloobchodního prodeje motorových paliv je její tržní podíl ve výši 14,5 % a lze očekávat postupný růst tržního postavení podniku (resp. skupiny UNIPETROL). A to vzhledem k rozsáhlému nepalivovému nabízenému sortimentu a služeb, dále k rozšiřování motorových paliv o biopaliva nebo zvyšování množství biosložky v pohonných hmotách. Další kladnou stránkou jsou také samoobslužné čerpací stanice. Vzhledem ke zvyšujícím se trendu regulace tohoto odvětví nelze předpokládat nadměrný nárůst konkurence na trhu. Tyto legislativní opatření negativně působí i na stávající podniky v rafinérském a petrochemickém sektoru, jelikož dochází k zvyšování nároků na ochranu životního prostředí, ochranu a bezpečnost zaměstnanců a také složení motorových paliv prostřednictvím biosložek. Zákonodárné kroky již měly i pozitivní dopad v rafinérském a petrochemickém průmyslu, a to když byl v roce 2013 upraven zákon o DPH, tak aby došlo k eliminaci ilegálního obchodu v tomto odvětví. Lze očekávat i další legislativní úpravy, které omezí nelegální činnost v tomto sektoru ekonomiky. Další zápornou stránkou působení v tomto



odvětví je nestabilní vývoj ceny ropy, jež je ovlivněn několika faktory, dostupnost a vyčerpatelnost tohoto černého zlata a distribuce ropy do tuzemska. Avšak existují nebo se také vyhledávají nové komodity, které by mohly nahradit ropu. Silnou stránkou společnosti UNIPETROL je tak důraz na výzkum a vývoj a nemalé investice do této oblasti.

Společnost UNIPETROL byla silně ovlivněna hospodářským cyklem, což se také nepříznivě projevilo v jejich finančních ukazatelích. Zejména byl zasažen rafinérských segment, avšak v tomto nepříznivém vývoji se projevil potenciál petrochemického průmyslu, na který se již firma (resp. skupina) zaměřila. Další možností zlepšení své situace je zkvalitnění a rozšíření zboží a služeb v segmentu maloobchodního prodeje.

Emitované akcie podniku UNIPETROL jsou veřejně obchodovatelné pouze v tuzemsku, a to na BCPP a v RM-SYSTÉMU. Rovněž jsou součástí čtyř českých burzovních indexů, a to PX, PX-TR, PX-GLOB a RM, čímž může být tento akciový titul pro investory atraktivnější.

Za účelem stanovení vnitřní hodnoty akcie byly aplikovány modely cash flow, ziskové, bilanční a historické. Vzhledem ke skutečnosti, že společnost UNIPETROL vyplácela dividendy pouze dvakrát od svého působení na českém kapitálovém trhu, a to v roce 1997 a 2007, nebyly použity dividendové modely. Jelikož vnitřní hodnota akcie se liší podle aplikované metody, je vhodné použít více metod a následně za účelem stanovení vnitřní hodnoty analyzovaného akciového titulu použít vážený průměr podle významnosti dílčích metod. V tabulce č. 4.44 jsou jednotlivé metody uvedeny spolu s výslednou vnitřní hodnotou akcie. Těmto vnitřním hodnotám jsou přiřazeny váhy na základě jejich významnosti, čím je následně vyčíslená finální vnitřní hodnota akcie UNIPETROL.

Dvoufázové metodě FCFE je přiřazena nejvyšší váha, jelikož tato metoda je vysoce propracována a rovněž respektuje časovou hodnotu peněz, čímž dochází k diskontování budoucích peněžních toků na jejich současnou úroveň. Tato váha činí 0,49.

Ziskové metody jsou rovněž kvalitně propracované a také respektují časovou hodnotu peněz, nicméně, jak tvrdí Veselá (2011), ziskové modely jsou ovlivněny mírou zisku a při nízkém nebo záporném výsledku hospodaření je vnitřní hodnota akcie zkreslena tímto nedávným vývojem, a tudíž je vhodné nahradit tyto modely jinými, zejména modely cash flow. Tato skutečnost se stala i v případě společnosti UNIPETROL, což lze vidět v tabulce č. 4.44. Vnitřní hodnota ziskových modelů je ve výši 5,81 Kč (resp. 2,53 Kč), přičemž vnitřní hodnoty stanovené pomocí bilančních, historických a cash flow modelů se pohybují v intervalu od 156,06 Kč do 278,67 Kč. Tedy z důvodu zkreslené vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL vyčíslené pomocí ziskových modelů, vlivem záporného čistého zisku, je ziskovým metodám přiřazena nulová váha.

Bilanční metoda založená na účetní hodnotě je zde považována za doplňkovou metodu, jelikož vychází z účetních minulých údajů, a proto ji je přiřazena nejnižší váha a to ve výši 0,15.

Historické modely rovněž pracují s minulými daty, ale je zde i využito prognózované hodnoty tržeb (resp. účetní hodnoty), a z tohoto důvodu mají tyto metody vyšší váhu než bilanční metoda účetní hodnoty. Jejich váhy jsou na shodné úrovni ve výši 0,18.

Souhrn dílčích metod, vah a následně vyčíslené vnitřní hodnoty akcie je zobrazen v následující tabulce.

*Tabulka č. 4.44 Stanovení výsledné vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL (v Kč)*

	<b>Vnitřní hodnota akcie</b>	<b>Váha</b>	<b>Součin</b>
Dvoufázová metoda FCFE	278,67	0,49	136,55
Zisková metoda P/E ratio	5,81	0,00	0,00
Zisková metoda P/BV ratio	2,53	0,00	0,00
Bilanční metoda účetní hodnoty	156,06	0,15	23,41
Historická metoda P/S	252,58	0,18	45,47
Historická metoda P/BV	156,68	0,18	28,20
<b>Výsledná vnitřní hodnota akcie UNIPETROL</b>		<b>1</b>	<b>233,63</b>

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Výsledná vnitřní hodnota akcie UNIPETROL je na úrovni 233,63 Kč. Při porovnání s kurzem ke dni 2. 3. 2015 ve výši 139,5 Kč lze považovat tento akciový instrument za podhodnocený. Lze tedy očekávat růst tržní hodnoty daného akciového instrumentu. Nicméně je zapotřebí vzít v potaz, fundamentální analýzy vycházejí při stanovení vnitřní hodnoty akcie z předpokladů a prognóz, které se opírají o historické a podložené informace, ale také o hodnocení analytiků z různých oblastí, jež jsou ovlivněny subjektivním faktorem.

I když analýza citlivosti nemá vliv na výběr vhodné metody nebo úroveň přiřazených vah, slouží v rámci této diplomové práce k znázornění možných odchylek od vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL stanovené pomocí dílčích modelů, přičemž tyto odchylky se pohybují v intervalu od – 9 % do + 9 % v rozmezí dvou procentních bodů mezi sebou. V případě, že by se některá z veličin vychýlila od své vyčíslené hodnoty, avšak v rozmezí daného intervalu, potvrzuje stále tu skutečnost, že se analyzovaný akciový instrument zdá být podhodnocen.

Na základě tabulky č. 4.44 lze tedy očekávat rostoucí trend tržního kurzu akcie UNIPETROL. Tuto skutečnost podporuje i zlepšující se ekonomická situace v tuzemsku a významná pozice společnosti (resp. skupiny) na trhu.

Prostřednictvím finanční analýzy společnosti UNIPETROL byla zjištěna nízká zadluženost podniku a také oblast likvidity je dobře nastavena ve srovnání s konkurenčními podniky. Nicméně oblast aktivity lze v rámci konkurenčního porovnání považovat za neefektivní, jelikož společnost nedostatečně využívá majetek k provozování ekonomické činnosti. Rovněž rentabilita podniku je nízká nebo záporná, a to jak v případě provozního tak i čistého zisku. Tato skutečnost byla však způsobena zejména hospodářskou recesí, která poznamenala nejen společnost UNIPETROL, ale i další podniky v rafinérském a petrochemickém odvětví. Vzhledem k prognózovanému postupnému růstu české ekonomiky, lze očekávat i zlepšení finančního zdraví společnosti.

SWOT analýza poukázala na možnosti rozšíření expanze do nových teritorií, ale i rozšíření portfolia zákazníků na již proniknutých trzích. Rovněž příznivým úkazem jsou legislativní kroky k zamezení ilegální ekonomické činnosti v rafinérském a petrochemickém průmyslu.

I přes skutečnost, že aktuální tržní cena akcie UNIPETROL (ke dni 2. 3. 2015) je ve výši 139,5 Kč, a vnitřní hodnota je stanovena na úrovni 233,63 Kč, je toto zvýšení tržního kurzu akciového instrumentu pravděpodobné, jelikož již v minulosti se cena akcie pohybovala nejen nad úrovní 200 Kč, ale dokonce překročila hranici 300 Kč. Přesazení této hranice bylo zaznamenáno v období konjunktury české ekonomiky a vzhledem k postupnému ožívání v tuzemsku lze očekávat rostoucí trend kurzu akcie UNIPETROL.

Dle výše uvedených informací lze předpokládat dosažení kapitálového výnosu při investici do analyzovaného instrumentu společnosti UNIPETROL, nicméně v případě tohoto podniku nedochází k pravidelnému vyplácení dividend, a nelze tedy prognózovat termíny výplaty dividendového výnosu.

Na základě vypracovaných dílčích fundamentálních analýz akcií UNIPETROL lze doporučit investování do tohoto akciového instrumentu, jelikož lze očekávat, že se prostřednictvím postupného ožívání české ekonomikylepší finanční pozice a také rentabilita podniku UNIPETROL, což se následně projeví i v akciovém kurzu společnosti.

## 5 Závěr

Obchodování s akciovými instrumenty má významnou roli v ekonomicky tržním prostředí, jelikož akciové cenné papíry slouží k přerozdělování peněžních prostředků od investorů k podnikům. Hlavní motivací investora k obchodování s akciovými tituly je zhodnocení investovaných peněžních prostředků, a tedy dosažení kapitálového zisku. Za tímto účelem vyhledávají akcie, které se zdají být podhodnocené na akciovém trhu. K nalezení podhodnoceného akciového instrumentu slouží řada analytických aparátů, metod a přístupů, mezi které se rovněž řadí fundamentální analýza.

Cílem této diplomové práce bylo zhodnotit pomocí dílčích metod a postupů fundamentální analýzy, zda-li jsou akcie společnosti UNIPETROL, a. s. vhodným finančním instrumentem k investování volných peněžních prostředků.

Tato práce byla rozdělena do pěti částí.

Teoretická kapitola byla věnována charakteristice jednotlivých metod a postupů fundamentální analýzy, které byly v dalších částech aplikovány.

Třetí část byla zaměřena na globální a odvětvovou fundamentální analýzu. V rámci globální analýzy bylo zhodnoceno ekonomické prostředí v tuzemsku pomocí makroekonomických veličin. Těmito ukazateli byl HDP, nezaměstnanost, míra inflace, úrokové sazby, peněžní zásoba a devizové kurzy. Součástí odvětvové analýzy bylo posouzení trhu s ropou, charakteristika rafinérského a petrochemického průmyslu, ve kterém společnost UNIPETROL, a. s. působí, regulace a dohled v odvětví, jeho tržní struktura, konkurenční prostředí, bariéry pro vstup do odvětví, citlivost odvětví na hospodářských cyklus a v závěru této analýzy očekávaný vývoj rafinérského a petrochemického odvětví.

Čtvrtá kapitola se nejprve věnovala firemní fundamentální analýze společnosti UNIPETROL, a. s., jejíž součástí bylo rovněž zhodnocení finančního zdraví. Finanční situace vybraného podniku nebyla v letech 2008 až 2013 příliš příznivá, avšak hlavní podíl na nepříznivé finanční situaci měla zejména globální recese. I přes tuto skutečnost si hodnocený podnik udržel nízkou míru zadluženosti a rovněž je poměrně dobře nastavena oblast likvidity společnosti, a to ve srovnání s konkurenčními podniky. Nicméně podle predikčních bankrotních a ratingových modelů nebyla společnost ohrožena úpadkem. Dále byl akciový titul firmy UNIPETROL, a. s. oceněn pomocí cash flow modelu (model FCFE), ziskových modelů (model P/E ratio a model P/BV ratio), bilančního modelu (účetní hodnoty) a historických modelů (model P/S a model P/BV). Následně byla zhodnocena citlivost vnitřní hodnoty daného akciového instrumentu na změnu jednotlivých veličin o parametr  $\alpha$ , jež se nacházel v intervalu

od – 9 % do + 9 % s odchylkou ve výši dvou procentních bodů. Za účelem posouzení vnitřní a slabých stránek společnosti UNIPETROL, a. s. a také příležitostí a hrozeb, byla aplikována SWOT analýza. V závěrečné části této kapitoly byla stanovena výsledná vnitřní hodnota na základě váženého aritmetického průměru vnitřních hodnot vyčíslených prostřednictvím aplikovaných modelů. Tato výsledná vnitřní hodnota, která je ve výši 233,63 Kč, při porovnání s aktuálním kurzem akcie společnosti UNIPETROL, a. s. ke dni 2. 3. 2015 na úrovni 139,5 Kč, se jeví jako podhodnocená. Tuto skutečnost podpořily i další analýzy, které jsou součástí celkové fundamentální analýzy.

Globální analýza poukázala na prognózované postupné oživení tuzemské ekonomiky dle českých a zahraničních institucí, přičemž v rámci odvětvové a firemní analýzy byla zjištěna závislost rafinérského a petrochemického průmyslu, a rovněž společnosti UNIPETROL, a. s., na hospodářském vývoji české ekonomiky. Čímž je očekáváno zvýšení rentability podniku. Vzhledem k možnosti rozvoje a expanze na zahraniční trhy a také zpřísnění české legislativy v oblasti ilegálního obchodu v tomto odvětví, lze očekávat růst tržeb a také ziskovosti společnosti UNIPETROL, a. s. Tato zvýšená rentabilita následně způsobí i nárůst tohoto akciového tržního kurzu, čímž je vhodné investovat do akcií firmy UNIPETROL, a. s., jelikož s postupným oživováním české ekonomiky se zlepší finanční situace společnosti, což následně bude mít vliv na zhodnocení ceny této akcie a tím i investovaných peněžních prostředků a dosažení kapitálového výnosu.

## Seznam použité literatury

### Knižní zdroje

- [1] BODIE, Z., A. KANE and A. J. MARCUS. *Investments*. 9th ed. Boston: McGraw Hill, 2011. 1056 s. ISBN 978-0073530703.
- [2] CIPRA, Tomáš. *Matematika cenných papírů*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2013. 288 s. ISBN 978-80-7431-079-9.
- [3] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upravené vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. 2. přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.
- [5] KOLLER, T., M. GOEDHART and D. WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken: Wiley, 2010. ISBN 978-0-470-42465-0.
- [6] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [7] McMILLAN, M. G., J. E. PINTO, W. L. PIRIE and G. Van de VENTER. *Investments: Principles of Portfolio and Equity Analysis*. Hoboken: Wiley, 2011. ISBN 978-0-470-91580-6.
- [8] MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. aktualizované a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
- [9] VESELÁ, Jitka. *Analýza trhu cenných papírů. II. Díl: Fundamentální analýza*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2003. 361 s. ISBN 80-245-0506-1.
- [10] VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. aktualizované vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, a. s., 2011. 792 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

### Elektronické zdroje

- [11] BURZA CENÝCH PAPÍRŮ PRAHA. *BCPP: Cenné papíry – UNIPETROL* [online]. BCPP [2. 3. 2015]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=CZ0009091500#KL>
- [12] ČEPRO. *Ekonomika, Výroční zprávy* [online]. [11. 12. 2014]. Dostupné z: <https://www.ceproas.cz/ekonomika-vyrocní-zpravy>
- [13] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *ČNB: Aktuální prognóza ČNB ze dne 5. 2. 2015* [online]. ČNB [22. 2. 2015]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/)

- [14] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *ČNB: Zprávy o inflaci* [online]. ČNB [9. 12. 2014]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/)
- [15] ČESKÁ TELEVIZE. *Ekonomika – Oživení po intervenci ČNB začíná česko pociťovat pomalu, ale jistě, ze dne 9. 11. 2014* [online]. ČNB [9. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/291711-oziveni-po-intervenci-cnb-zacina-cesko-pocitovat-pomalu-ale-jiste/>
- [16] ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA. *ČSOB: Výhledy kurzů* [online]. ČSOB [24. 2. 2015]. Dostupné z: <http://www.csob.cz/cz/Csob/Analzy/Stranky/Vyhledy-kurzu.aspx>
- [17] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *CZSO: Klasifikace ekonomických činností (CZ NACE)* [online]. CZSO [11. 12. 2014]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace\\_ekonomickych\\_cinnosti\\_\(cz\\_nace\)\\_systematicka\\_cast/\\$File/85048625.xls](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_(cz_nace)_systematicka_cast/$File/85048625.xls)
- [18] DATABÁZE EUROSTAT. *EMU konvergenční kritéria* [online]. [9. 12. 2014]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=tec00097>
- [19] DATABÁZE EUROSTAT. *Konečná spotřeba energie – ropné produkty* [online]. [11. 12. 2014]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=ten00096>
- [20] DATABÁZE EUROSTAT. *Míra růstu reálného HDP* [online]. [9. 12. 2014]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=tec00115>
- [21] DATABÁZE EUROSTAT. *Směnný kurz ECU/EUR vůči národním měnám* [online]. [9. 12. 2014]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=tec00033>
- [22] FINANCE. *Makrodata a EU – Pohonné hmoty* [online]. [11. 12. 2014]. Dostupné z: [http://www.finance.cz/makrodata-eu/pohonne-hmoty/?form1407%5BVyvoj%5D=2&form1407%5Bid\\_hmoty%5D=0&form1407%5Bid\\_obdobi%5D=4&form1407%5Bdo\\_den%5D=31&form1407%5Bdo\\_mesic%5D=12&form1407%5Bdo\\_rok%5D=2013&form1407%5Bod\\_den%5D=1&form1407%5Bod\\_mesic%5D=1&form1407%5Bod\\_rok%5D=2008&form1407%5Bid\\_kraje%5D=1&form1407%5Bradit\\_sestupne%5D=1&form1407%5Bsbm\\_Zobrazit%5D=Zobrazit&form1407%5Bid\\_kraje%5D=1#Kotva\\_](http://www.finance.cz/makrodata-eu/pohonne-hmoty/?form1407%5BVyvoj%5D=2&form1407%5Bid_hmoty%5D=0&form1407%5Bid_obdobi%5D=4&form1407%5Bdo_den%5D=31&form1407%5Bdo_mesic%5D=12&form1407%5Bdo_rok%5D=2013&form1407%5Bod_den%5D=1&form1407%5Bod_mesic%5D=1&form1407%5Bod_rok%5D=2008&form1407%5Bid_kraje%5D=1&form1407%5Bradit_sestupne%5D=1&form1407%5Bsbm_Zobrazit%5D=Zobrazit&form1407%5Bid_kraje%5D=1#Kotva_)
- [23] JUSTICE. *Eni – Sbírka listin* [online]. [11. 12. 2014]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=467212>
- [24] JUSTICE. *Shell – Sbírka listin* [online]. [11. 12. 2014]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=423732>

- [25] JUSTICE. *Slovnaft – Sbírka listin* [online]. [11. 12. 2014]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=285610>
- [26] KOMODITY24. *Ropa* [online]. [11. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.komodity24.cz/ropa/>
- [27] KURZY. *Americký dolar* [online]. [11. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/USD-americky-dolar/>
- [28] KURZY. *Index PX* [online]. [24. 2. 2015]. Dostupné z: <http://akcie-cz.kurzy.cz/burza/index-px/historie/>
- [29] KURZY. *Nezaměstnanost* [online]. [9. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/nezamestnanost/>
- [30] KURZY. *Ropa Brent* [online]. [11. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/komodity/ropa-brent-graf-vyvoje-ceny/>
- [31] KURZY. *Ruský rubl* [online]. [11. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/kurzy-men/kurzy.asp?A=H&KM=RUB&D1=15.4.2014&D2=15.4.2015&I=1>
- [32] KURZY. *Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let* [online]. [24. 2. 2015]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynosy-dluhopisoveho-kose-statnich-dluhopisu-mesicni-prumer/vynos-kose-statnich-dluhopisu-s-prumernou-zbytkovou-splatnosti-10-let/>
- [33] MERO ČR. *Zásobování České republiky ropou* [online]. [11. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.mero.cz/o-spolecnosti/napsali-o-nas-zasobovani-cr-ropou/>
- [34] INTERNATIONAL MONETARY FUND. *IMF: Data and Statistics* [online]. IMF [9. 12. 2014]. Dostupné z: [http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/weorept.aspx?sy=2012&ey=2019&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&pr1.x=41&pr1.y=5&c=935&s=NGDP\\_RPCH%2CPCPIPCH%2CLUR&grp=0&a=](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/weorept.aspx?sy=2012&ey=2019&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&pr1.x=41&pr1.y=5&c=935&s=NGDP_RPCH%2CPCPIPCH%2CLUR&grp=0&a=)
- [35] MINISTERSTVO FINANČÍ. *MFCR: Makroekonomická predikce z ledna 2015* [online]. MFCR [22. 2. 2015]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2015/makroekonomicka-predikce-leden-2015-20401>
- [36] MINISTERSTVO PRÁCE A SOCIÁLNÍCH VĚCÍ. *MPSV: Statistiky* [online]. MPSV [9. 12. 2015]. Dostupné z: <http://portal.mpsv.cz/sz/stat>
- [37] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *MPO: Ropa a ropné produkty za rok 2013* [online]. MPO [11. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument148376.html>



- [38] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *MPO: Základní informace o povinnostech vyplývajících z nařízení REACH* [online]. MPO [11. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument147388.html>
- [39] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *MPO: Zpráva o aktualizaci a stavu Evidence čerpacích stanic pohonných hmot v ČR k 30. 6. 2014* [online]. MPO [11. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument153566.html>
- [40] ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *OECD: Czech Republic – Economic forecast summary from November 2014* [online]. OECD [9. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.oecd.org/eco/outlook/czech-republic-economic-forecast-summary.htm>
- [41] ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *OECD: Interest rates and Exchange rates* [online]. OECD [9. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.oecd.org/eco/outlook/interest-rates-and-exchange-rates.xls>
- [42] ORGANIZATION OF THE PETROLEUM EXPORTING COUNTRIES. *OPEC: OPEC share of world crude oil reserves from 2013* [online]. OPEC [9. 12. 2014]. Dostupné z: [http://www.opec.org/opec\\_web/en/data\\_graphs/330.htm](http://www.opec.org/opec_web/en/data_graphs/330.htm)
- [43] ROPA. *O ropě* [online]. [11. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.ropa.cz/o-rope/>
- [44] UNIPETROL. *O nás* [online]. [13. 1. 2015]. Dostupné z: <http://www.unipetrol.cz/cs/ONas/Stranky/default.aspx>
- [45] UNIPETROL. *Výroční zprávy a další dokumenty* [online]. [11. 12. 2014]. Dostupné z: <http://www.unipetrol.cz/cs/VztahySInvestory/vyrocnizpravy/Stranky/2014.aspx>
- [46] UNIPETROL. *Vztahy s investory* [online]. [13. 1. 2015]. Dostupné z: <http://www.unipetrol.cz/cs/VztahySInvestory/Stranky/default.aspx>
- [47] Zákon č. 311 ze dne 23. května 2006 o pohonných hmotách a čerpacích stanicích pohonných hmot a o změně některých souvisejících zákonů (zákon o pohonných hmotách). In: *Sbírka zákonů České republiky*. 2006, s. 19. Dostupné také z: <http://www.zakonyprolidi.cz/cs/2006-311>
- [48] ZPRÁVY E15. *Zlepšení ratingu Česka zahýbalo s výnosy dluhopisů i kurzem koruny* [online]. OPEC [9. 12. 2014]. Dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/domaci/ekonomika/zlepseni-ratingu-ceska-zahybalo-s-vynosy-dluhopisu-i-kurzem-koruny-694050>

## Seznam použitých zkratk

$\alpha$	relativní odchylka
a. s.	akciová společnost
$\beta$	beta faktor
b	podíl zadrženého zisku ve firmě
BCPP	Burza cenných papírů Praha
BV	účetní hodnota
CF	cash flow
COV	kovariance
CZK/EUR	kurz eura vůči české koruně
CZK/RUB	kurz ruského rublu vůči české koruně
CZK/USD	kurz amerického dolaru vůči české koruně
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSOB	Československá obchodní banka, a. s.
D	vyplácená dividenda
E	očekávaná výše čistého zisku
EAT	čistý zisk
EUR	euro
$E(r_A)$	střední hodnota výnosu akcie UNIPETROL
$E(r_i)$	očekávaný výnos finančního instrumentu
$E(r_M)$	střední hodnota tržního výnosu
FCFE	Free Cash Flow to Equity
FNM	Fond národního majetku
Q	čtvrtletí
$g^{CF}$	míra růstu cash flow
$g^{DIV}$	míra růstu dividend
$g^{ZISK}$	míra růstu čistého zisku
HDP	hrubý domácí produkt
INV	investiční výdaje
ISIN	International Security Identification Number (Mezinárodní identifikační číslo cenných papírů)
k	požadovaná míra výnosnosti

Kč	koruny české
$M_1$	prognózovaná zisková marže v následujícím období
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
MMF	Mezinárodní měnový fond
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
mil.	miliony
mld.	miliard
OA	oběžná aktiva
ODP	odpisy
p	dividendový výplatní poměr
P	cena akcie
PRIBOR	Prague InterBank Offer Rate (pražská mezibankovní nabídková sazba)
$r_{Ai}$	výnos akcie UNIPETROL v daném období
$r_F$	bezriziková sazba
$r_M$	tržní výnosnost
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
RUB	ruský rubl
S	tržby
$S_1$	očekávané tržby v následujícím období
SD	státní dluhopis
t	jednotlivá období
T	doba trvání první fáze
tis.	tisíce
USD	americký dolar
VH	vnitřní hodnota
WTI	americká ropa West Texas Intermediate

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečné, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst.3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 20. dubna 2015

*Andrea Majerová*

Bc. Andrea Majerová

## Seznam příloh

- Příloha č. 1 Korelační analýza ropy typu Brent se 4 vybranými ukazateli
- Příloha č. 2 Struktura skupiny UNIPETROL
- Příloha č. 3 Konsolidovaná rozvaha společnosti UNIPETROL, a. s. (v tis. Kč)
- Příloha č. 4 Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty společnosti UNIPETROL, a. s. (v tis. Kč)
- Příloha č. 5 Konsolidovaný výkaz cash flow společnosti UNIPETROL, a. s. (v tis. Kč)
- Příloha č. 6 Korelační analýza tržeb společnosti UNIPETROL, a. s. a 11 vysvětlujících proměnných
- Příloha č. 7 Korelační analýza a regresní analýza tržeb společnosti UNIPETROL, a. s. a 4 vysvětlujících proměnných
- Příloha č. 8 Výpočet bezrizikové sazby, tržního výnosu a Beta koeficientu
- Příloha č. 9 Analýza citlivosti vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL

**Korelační analýza ropy typu Brent se 4 vybranými ukazateli**

Tato korelační analýza se zabývá hodnocením závislosti hlavní proměnné v podobě ropy typu Brent (v USD/barel) s dalšími komoditami, kterými je jiný druh ropy, a to americká ropa West Texas Intermediate (WTI), (v USD/barel), dále kurz CZK/USD, kurz CZK/RUB a cena kukuřice (v USD/bušl). Jedná se o denní údaje těchto komodit za období od 3. ledna 2005 až do 30. ledna 2015, které byly získány z internetového portálu [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz).

*Korelační analýza ropy Brent se 4 vybranými ukazateli za období od 3. 1. 2005 do 30. 1. 2015*

		Ropa Brent	WTI	CZK/USD	CZK/RUB	Kukuřice
Ropa Brent	Pearson Correlation	1	,957**	-,643**	-,486**	,792**
	Sig. (2-tailed)		,000	,000	,000	,000
	N	2467	2462	2394	2393	2332
WTI	Pearson Correlation	,957**	1	-,670**	-,419**	,667**
	Sig. (2-tailed)	,000		,000	,000	,000
	N	2462	2466	2396	2395	2332
CZK/USD	Pearson Correlation	-,643**	-,670**	1	,541**	-,667**
	Sig. (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
	N	2394	2396	2541	2538	2269
CZK/RUB	Pearson Correlation	-,486**	-,419**	,541**	1	-,545**
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		,000
	N	2393	2395	2538	2540	2268
Kukuřice	Pearson Correlation	,792**	,667**	-,667**	-,545**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	
	N	2332	2332	2269	2268	2338

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Vzhledem k výraznému propadu ruského rublu na finančních trzích, které dle analytiků ovlivnil nejen pokles ceny ropy Brent, je dále provedena korelační analýza na denních datech těchto dvou proměnných za období od 2. ledna 2014 do 30. ledna 2015.

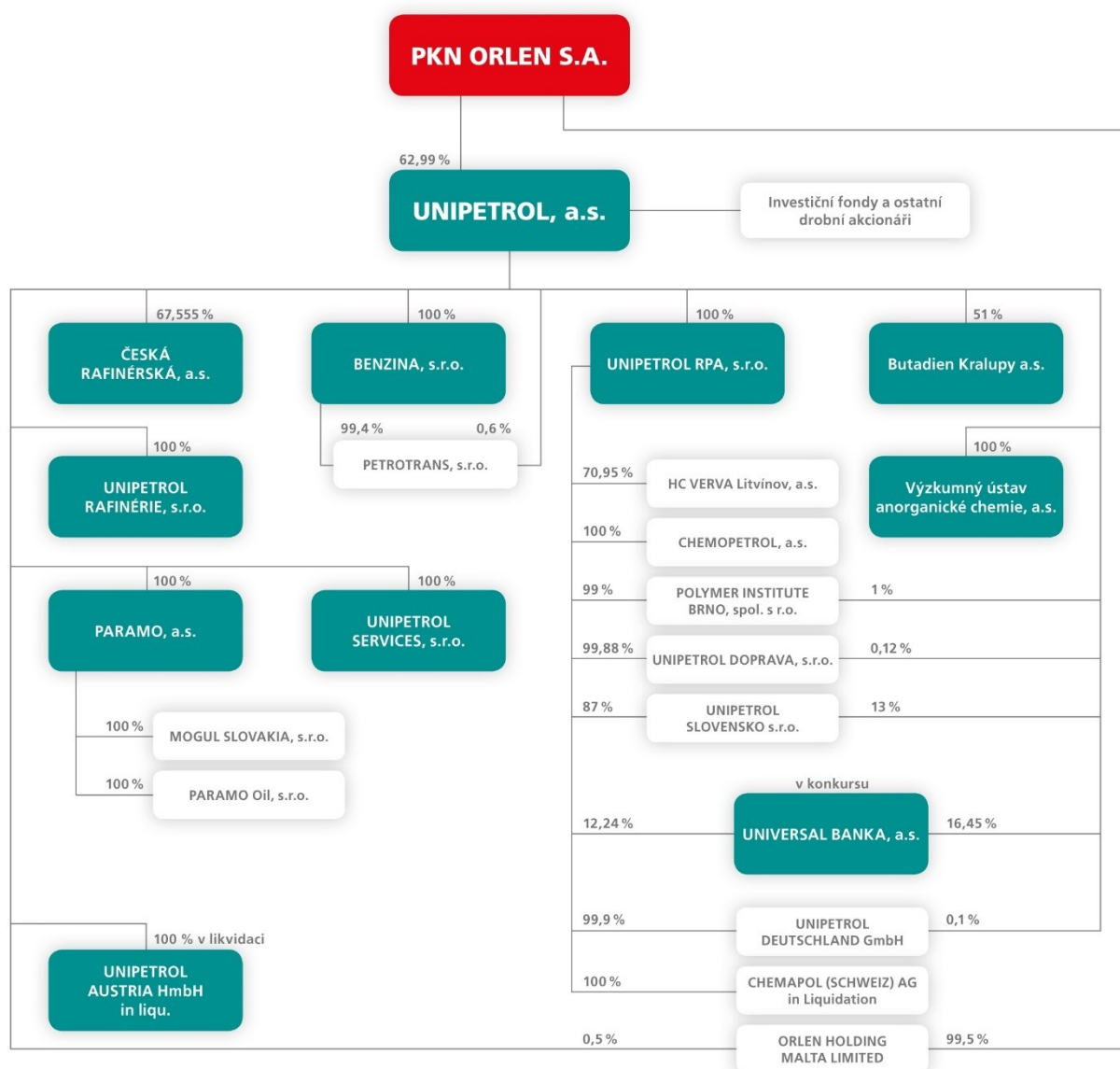
*Korelační analýza ropy Brent se 4 vybranými ukazateli za období od 2. 1. 2014 do 30. 1. 2015*

		Ropa Brent	WTI	CZK/USD	CZK/RUB	Kukuřice
Ropa Brent	Pearson Correlation	1	,993**	-,950**	,956**	,421**
	Sig. (2-tailed)		,000	,000	,000	,000
	N	280	280	272	272	280
WTI	Pearson Correlation	,993**	1	-,937**	,945**	,400**
	Sig. (2-tailed)	,000		,000	,000	,000
	N	280	280	272	272	280
CZK/USD	Pearson Correlation	-,950**	-,937**	1	-,852**	-,606**
	Sig. (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
	N	272	272	273	273	273
CZK/RUB	Pearson Correlation	,956**	,945**	-,852**	1	,225**
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		,000
	N	272	272	273	273	273
Kukuřice	Pearson Correlation	,421**	,400**	-,606**	,225**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	
	N	280	280	273	273	282

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).



## Struktura skupiny UNIPETROL

Zdroj: [www.unipetrol.cz](http://www.unipetrol.cz)

## Konsolidovaná rozvaha společnosti UNIPETROL, a. s. (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Pozemky, budovy a zařízení	36 667 494	35 811 639	33 909 010	28 893 098	23 359 648	23 176 695
Nehmotný majetek	1 619 286	1 668 184	1 908 948	2 508 468	2 022 782	1 747 567
Investice do nemovitostí	160 057	162 627	162 190	395 891	423 349	427 482
Realizovaná finanční aktiva	76 991	0	192 425	522	522	522
Dlouhodobé pohledávky	145 111	121 179	70 048	54 763	39 478	44 317
Ostatní dlouhodobá aktiva	203 640	198 343	60 176	25 402	16 085	8 909
Odložená daňová pohledávka	17 399	99 409	48 280	39 685	308 748	258 655
<b><i>Dlouhodobá aktiva celkem</i></b>	<b>38 889 978</b>	<b>38 061 381</b>	<b>36 351 077</b>	<b>31 917 829</b>	<b>26 170 612</b>	<b>25 664 147</b>
Zásoby	7 211 638	8 598 273	10 193 515	11 609 463	10 568 822	10 705 258
Pohledávky z obchodních vztahů a ostatní pohledávky	9 234 316	9 310 024	9 487 630	10 628 175	11 067 031	12 393 157
Ostatní krátkodobá finanční aktiva	72 172	496 828	540 342	388 525	32 703	48 725
Poskytnuté úvěry	300 031	250 214	0	0	0	0
Náklady příštích období a ostatní krátkodobá aktiva	435 464	230 626	141 780	125 059	0	0
Peníze a peněžní ekvivalenty	952 207	1 185 721	4 741 831	2 470 555	3 074 487	1 116 747
Pohledávky z titulu daně z příjmů	567 722	37 730	14 623	36 208	34 188	70 095
Aktiva držena k prodeji	78 333	78 333	0	0	0	0
<b><i>Krátkodobá aktiva celkem</i></b>	<b>18 851 883</b>	<b>20 187 749</b>	<b>25 119 721</b>	<b>25 257 985</b>	<b>24 777 231</b>	<b>24 333 982</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>57 741 861</b>	<b>58 249 130</b>	<b>61 470 798</b>	<b>57 175 814</b>	<b>50 947 843</b>	<b>49 998 129</b>
Základní kapitál	18 133 476	18 133 476	18 133 476	18 133 476	18 133 476	18 133 476
Fondy tvořen ze zisku	2 173 616	2 425 274	2 452 698	2 554 809	2 584 286	2 643 849
Ostatní fondy	35 864	33 615	25 971	-46 392	41 869	-163 255
Nerozdělený zisk	18 359 613	17 278 971	18 187 563	12 219 048	9 091 741	7 694 071
<i>Vlastní kapitál náležící akcionářům mateřské společnosti</i>	<i>38 702 569</i>	<i>37 871 336</i>	<i>38 799 708</i>	<i>32 860 941</i>	<i>29 851 372</i>	<i>28 308 141</i>
Nekontrolní podíly	210 271	0	0	-6 823	-7 031	-8 913
<b><i>Vlastní kapitál celkem</i></b>	<b>38 912 840</b>	<b>37 871 336</b>	<b>38 799 708</b>	<b>32 854 118</b>	<b>29 844 341</b>	<b>28 299 228</b>
Dlouhodobé úvěry a jiné zdroje financování	2 084 000	2 012 000	2 013 357	2 005 374	0	2 000 000
Odložené daňové závazky	2 131 330	1 714 928	1 758 773	1 575 527	388 101	226 309
Dlouhodobé rezervy	357 756	355 891	392 789	363 391	373 403	433 126
Ostatní dlouhodobé závazky	256 445	184 396	146 823	102 773	196 396	202 335
<b><i>Dlouhodobé závazky celkem</i></b>	<b>4 829 531</b>	<b>4 267 215</b>	<b>4 311 742</b>	<b>4 047 065</b>	<b>957 900</b>	<b>2 861 770</b>
Závazky z obchodních vztahů, jiné závazky a výdaje příštích období	11 659 905	14 595 230	16 741 752	17 791 695	16 457 711	17 312 597
Krátkodobé úvěry a jiné zdroje financování	1 992 729	348 837	212 454	902 905	2 831 531	506 631
Krátkodobé rezervy	205 905	1 106 768	1 301 691	1 173 292	525 221	541 455
Ostatní krátkodobé finanční závazky	92 596	17 724	80 325	388 472	178 371	349 207
Daňové závazky	48 355	42 020	23 126	18 267	55 742	18 545
Výnosy příštích období	0	0	0	0	97 026	108 696
<b><i>Krátkodobé závazky celkem</i></b>	<b>13 999 490</b>	<b>16 110 579</b>	<b>18 359 348</b>	<b>20 274 631</b>	<b>20 145 602</b>	<b>18 837 131</b>
<b><i>Závazky celkem</i></b>	<b>18 829 021</b>	<b>20 377 794</b>	<b>22 671 090</b>	<b>24 321 696</b>	<b>21 103 502</b>	<b>21 698 901</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>57 741 861</b>	<b>58 249 130</b>	<b>61 470 798</b>	<b>57 175 814</b>	<b>50 947 843</b>	<b>49 998 129</b>



**Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty společnosti UNIPETROL, a. s. (v tis. Kč)**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Výnosy z prodeje	98 143 951	67 386 500	85 966 537	97 427 586	107 159 786	99 414 790
Náklady na prodej	-93 470 658	-65 229 622	-81 632 954	-95 551 467	-104 043 754	-97 111 428
<i>Hrubý zisk</i>	<i>4 673 293</i>	<i>2 156 878</i>	<i>4 333 583</i>	<i>1 876 119</i>	<i>3 116 032</i>	<i>2 303 362</i>
Distribuční náklady	-2 274 478	-2 025 040	-1 963 665	-1 998 516	-1 944 982	-1 963 457
Administrativní náklady	-1 662 195	-1 342 875	-1 176 590	-1 221 652	-1 249 831	-1 192 297
Ostatní provozní výnosy	938 472	1 777 088	891 615	1 059 517	792 529	187 812
Ostatní provozní náklady	-672 473	-1 219 776	-406 887	-5 085 168	-4 532 750	-228 750
<b>Provozní hospodářský výsledek</b>	<b>1 002 619</b>	<b>-653 725</b>	<b>1 678 056</b>	<b>-5 369 700</b>	<b>-3 819 002</b>	<b>-893 330</b>
Finanční výnosy	222 823	97 918	96 137	128 746	1 886 245	1 075 815
Finanční náklady	-1 204 305	-661 925	-588 500	-703 056	-2 439 166	-1 526 040
<i>Čisté finanční výnosy</i>	<i>-981 482</i>	<i>-564 007</i>	<i>-492 363</i>	<i>-574 310</i>	<i>-552 921</i>	<i>-450 225</i>
<b>Hospodářský výsledek před zdaněním</b>	<b>21 137</b>	<b>-1 217 732</b>	<b>1 185 693</b>	<b>-5 944 010</b>	<b>-4 371 923</b>	<b>-1 343 555</b>
Daň z příjmů	44 554	372 458	-248 960	29 804	1 273 885	-52 917
<b>ČISTÝ ZISK/ZTRÁTA</b>	<b>65 691</b>	<b>-845 274</b>	<b>936 733</b>	<b>-5 914 206</b>	<b>-3 098 038</b>	<b>-1 396 472</b>
Úprava o reklasifikované položky po splnění podmínek a po zdanění	22 134	9 062	-8 361	-24 561	88 260	-148 641
<b>ÚPLNÝ VÝSLEDEK ZA OBDOBÍ</b>	<b>87 825</b>	<b>-836 212</b>	<b>928 372</b>	<b>-5 938 767</b>	<b>-3 009 778</b>	<b>-1 545 113</b>

## Konsolidovaný výkaz cash flow společnosti UNIPETROL, a. s. (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Čistý zisk/ztráta	65 691	-845 274	936 733	-5 914 206	-3 098 038	-1 396 472
Odpisy a amortizace	3438462	3 345 553	3 495 539	3 107 046	2 807 100	2 415 318
Zisk/ztráta z investiční činnosti	-194 655	-1 330 121	-231 782	4 772 836	4 370 251	-88 745
Daň z příjmů	-44 554	-372 458	248 960	-29 804	-1 273 885	52 918
Zaplacená/vrácená daň z příjmů	-468 531	401 568	-150 192	-154 424	-146 654	-188 652
Změna stavu zásob a pohledávek	5 745 409	-1 337 959	-1 799 603	-2 027 442	405 076	-1 377 332
Změna stavu závazků	-4 242 542	3 219 120	2 062 931	-485 239	-798 682	153 934
Změna stavu rezerv	-98 685	899 173	-16 169	866 826	341 367	735 299
Ostatní úpravy	12 468	-245 139	109 328	-21 050	-631 644	-6 648
<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>4 213 063</b>	<b>3 734 463</b>	<b>4 655 745</b>	<b>114 543</b>	<b>1 974 891</b>	<b>299 620</b>
Pořízení pozemků, budov a zařízení a nehmotných aktiv	-4 170 338	-3 187 494	-3 089 309	-3 591 821	-1 352 247	-1 727 733
Pořízení podílu ve společnostech pod rozhodujícím vlivem	-47 403	-107 070	0	0	0	0
Pořízení krátkodobých finančních aktiv	0	-359 405	0	-280 537	0	0
Příjmy z prodeje pozemků, budov a zařízení a nehmotných aktiv	164 104	1 769 208	1 945 748	222 304	64 754	34 071
Příjmy z prodeje krátkodobých finančních aktiv	0	0	359 405	280 537	0	0
Příjmy z prodeje dceřiných a jiných společností	1 183 252	0	78 323	0	0	0
Přijaté úroky	0	0	13 387	34 454	0	0
Přijaté dividendy	13 587	10 183	7 759	0	0	0
Změny v poskytnutých úvěrech	-290 876	62 457	-251 963	505 633	3 632	-504
Vypořádání finančních derivátů	0	0	0	-194 005	242 025	6 632
Pořízení dalšího podílu ve společnostech pod rozhodujícím vlivem	0	0	0	-460	0	0
Ostatní	0	0	0	0	120 725	-154
<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-3 147 674</b>	<b>-1 812 121</b>	<b>-936 650</b>	<b>-3 023 895</b>	<b>-921 111</b>	<b>-1 687 688</b>
Změna stavu úvěrů a jiných zdrojů financování	-45 438	-1 672 045	-124 295	638 784	-201 426	1 882 861
Splátky vydaných dluhopisů	0	0	0	0	0	-2 000 000
Zaplacené úroky	0	0	0	0	-325 070	-283 611
Splátky leasing	0	0	-18 016	-11 211	-7 555	-3 143
Zaplacené dividendy	-3 152 029	-16 783	-1 368	-2 025	-340	-235
Ostatní	0	0	0	0	87 525	-179 440
<b>Čistý peněžní tok z finanční činnosti</b>	<b>-3 197 467</b>	<b>-1 688 828</b>	<b>-143 679</b>	<b>625 548</b>	<b>-446 866</b>	<b>-583 568</b>
<b>Čisté zvýšení/snížení peněz a peněžních ekvivalentů</b>	<b>-2 132 078</b>	<b>233 514</b>	<b>3 575 416</b>	<b>-2 283 804</b>	<b>606 914</b>	<b>-1 971 636</b>
Efekt změn kurzových sazeb na peněžních prostředcích v cizích měnách	0	0	-19 306	12 529	-2 984	13 896
Peníze a peněžní ekvivalenty na začátku období	3 084 285	952 207	1 185 721	4 741 831	2 470 555	3 074 487
<b>PENÍZE A PENĚŽNÍ EKVIVALENTY NA ZAČÁTKU OBDOBÍ</b>	<b>952 207</b>	<b>1 185 721</b>	<b>4 741 831</b>	<b>2 470 556</b>	<b>3 074 485</b>	<b>1 116 747</b>

## Příloha č. 6

### Korelační analýza tržeb společnosti UNIPETROL, a. s. a 11 vysvětlujících proměnných

V rámci této korelační analýzy jsou kvartální tržby (v mil. Kč) společnosti UNIPETROL, a. s. závislou proměnnou  $y$  a nezávislými proměnnými  $x$  je kvartální meziroční růst HDP (v %), meziroční míra inflace měřena čtvrtletně (v %), obecná míra nezaměstnanosti za daný kvartál (v %), průměrný čtvrtletní kurz CZK/EUR, kvartální průměrný kurz CZK/USD, čtvrtletní průměrný kurz CZK/RUB, průměrná cena ropy Brent v daném čtvrtletí (v USD/barel), průměrná kvartální cena kukuřice (v USD/buši), průměrná cena benzínu Natural 95 v příslušném čtvrtletí (v Kč/litr) a průměrná čtvrtletní cena nafty (v Kč/litr). Korelační analýza je provedena na základě vstupních dat od 1. čtvrtletí roku 2005 do 2. čtvrtletí roku 2014.

#### Vstupní data

Období	Tržby	HDP	Inflace	Nezam	Ropa	CZK/EUR	CZK/USD	CZK/RUB	Kukuřice	Natural 95	Nafta
1Q2005	17 881	5,8	1,4	8,4	48,06	30,01	22,91	82,23	207,83	24,87	24,75
2Q2005	20 261	6,5	1,2	7,8	52,9	30,13	23,94	85,19	217,92	27,87	27,29
3Q2005	28 418	6,3	1,6	7,8	61,83	29,58	24,31	85,26	229,4	30,67	29,59
4Q2005	14 387	6,7	2,2	7,8	58,02	29,3	24,66	85,83	203,03	30,46	29,30
1Q2006	20 256	7,6	2,4	8,0	62,72	28,59	23,79	84,55	223,51	28,36	27,97
2Q2006	24 795	6,1	2,5	7,1	70,45	28,38	22,57	83,08	249,17	30,78	29,76
3Q2006	26 958	6,9	2,9	7,0	70,4	28,33	22,23	82,92	252	31,45	29,86
4Q2006	22 782	6,7	1,5	6,5	60,65	28,0	21,77	81,84	347,1	28,70	28,43
1Q2007	20 633	7,4	1,5	6,0	58,61	28,0	21,39	81,34	403,3	26,86	26,73
2Q2007	24 841	5,8	2,2	5,3	68,73	28,3	20,97	81,09	379,68	29,63	27,81
3Q2007	22 156	5,8	2,8	5,1	74,66	27,9	20,33	79,73	348,62	30,36	28,45
4Q2007	21 149	5,7	4,9	4,8	88,21	26,8	18,53	75,17	386,48	30,47	30,68
1Q2008	22 149	2,8	7,3	4,6	96,7	25,6	17,1	70,43	520,66	30,57	30,99
2Q2008	27 081	3,8	6,7	4,4	121,2	24,8	15,9	67,25	774,25	31,66	33,26
3Q2008	29 899	3,4	6,6	4,3	115,1	24,1	16	66,04	566,07	31,62	33,46
4Q2008	19 015	-0,1	4,7	4,4	55,5	25,3	19,2	70,61	386,45	26,47	28,09
1Q2009	14 513	-3,6	2,2	5,7	44,5	27,6	21,2	62,28	378,74	24,33	24,78
2Q2009	15 800	-5,0	1,4	6,6	59,1	26,7	19,6	60,94	412,09	27,05	25,75
3Q2009	18 732	-5,0	0,2	7,3	68,1	25,6	17,9	57,15	332,11	28,47	26,36
4Q2009	18 342	-2,9	0,4	7,6	74,5	25,9	17,5	59,43	390,71	28,05	26,37
1Q2010	18 039	1,1	0,7	7,7	76,4	25,9	18,7	62,69	372,28	30,57	28,91
2Q2010	23 409	2,4	1,1	7,4	78,2	25,6	20,1	66,45	362,79	32,13	30,73
3Q2010	22 505	2,8	1,9	7,3	76,9	24,9	19,3	63,08	434,92	31,76	30,76
4Q2010	22 014	2,6	2,1	7,1	86,5	24,8	18,2	59,92	542,56	31,88	31,04
1Q2011	23 088	2,8	1,7	7,0	105,4	24,4	17,8	60,9	672,94	33,60	33,06
2Q2011	25 948	2,2	1,8	6,9	117,1	24,3	16,9	60,38	725,02	34,88	34,19
3Q2011	24 065	1,2	1,7	6,7	113,4	24,4	17,3	59,3	694,59	34,71	34,08
4Q2011	24 327	0,6	2,4	6,6	109,4	25,3	18,8	60,1	623,28	34,79	34,97

Období	Tržby	HDP	Inflace	Nezam	Ropa	CZK/EUR	CZK/USD	CZK/RUB	Kukuřice	Natural 95	Nafta
1Q2012	25 449	-0,7	3,7	6,8	119	25,1	19,1	63,43	640,32	36,12	36,55
2Q2012	27 102	-1,0	3,4	6,9	108	25,3	19,7	63,37	602,38	37,10	36,27
3Q2012	28 407	-1,3	3,3	7,0	110	25,1	20,1	62,77	776,19	37,28	36,41
4Q2012	26 202	-1,7	2,9	7,3	110	25,2	19,4	62,17	742,69	36,71	36,45
1Q2013	24 776	-2,2	1,8	7,3	113	25,6	19,4	63,679	712,02	36,19	35,94
2Q2013	24 710	-1,3	1,5	7,0	102	25,8	19,8	62,5	614,45	35,88	35,34
3Q2013	24 859	-1,2	1,2	7,0	110	25,9	19,5	59,51	476,57	36,75	36,21
4Q2013	25 070	1,2	1,1	6,8	109	26,6	19,6	60,17	432,37	35,90	35,95
1Q2014	28 809	2,9	0,2	6,6	108	27,4	20	57,19	452,27	36,03	36,13
2Q2014	32 440	2,5	0,2	6,3	110	27,5	20	57,27	479,87	36,17	35,94

### Korelační analýza

		Tržby	HDP	Inflace	Nezam	CZK/EUR	CZK/USD	CZK/RUB	Ropa	Kukuřice	Natural 95	Nafta
Tržby	Pearson Correlation	1	,709	,167	-,158	-,706	-,221	-,203	,704**	,473**	,728**	,751**
	Sig. (2-tailed)		,516	,315	,343	,116	,182	,221	,000	,003	,000	,000
	N	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
HDP	Pearson Correlation	,709	1	,141	-,043	,583**	,498**	,805**	-,300	-,474**	-,253	-,239
	Sig. (2-tailed)	,516		,399	,798	,000	,001	,000	,067	,003	,125	,148
	N	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Inflace	Pearson Correlation	,167	,141	1	-,714**	-,301	-,353*	,150	,252	,298	-,015	,137
	Sig. (2-tailed)	,315	,399		,000	,067	,030	,368	,126	,070	,928	,412
	N	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Nezam	Pearson Correlation	-,158	-,043	-,714**	1	,277	,480**	,036	-,181	-,245	,113	-,029
	Sig. (2-tailed)	,343	,798	,000		,092	,002	,830	,276	,138	,500	,863
	N	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
CZK/EUR	Pearson Correlation	-,706	,583**	-,301	,277	1	,889**	,783**	-,702**	-,813**	-,500**	-,543**
	Sig. (2-tailed)	,116	,000	,067	,092		,000	,000	,000	,000	,001	,000
	N	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
CZK/USD	Pearson Correlation	-,221	,498**	-,353*	,480**	,889**	1	,741**	-,654**	-,713**	-,319	-,380*
	Sig. (2-tailed)	,182	,001	,030	,002	,000		,000	,000	,000	,051	,019
	N	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
CZK/RUB	Pearson Correlation	-,203	,805**	,150	,036	,783**	,741**	1	-,631**	-,667**	-,520**	-,526**
	Sig. (2-tailed)	,221	,000	,368	,830	,000	,000		,000	,000	,001	,001
	N	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Ropa	Pearson Correlation	,704**	-,300	,252	-,181	-,702**	-,654**	-,631**	1	,847**	,881**	,683**
	Sig. (2-tailed)	,000	,067	,126	,276	,000	,000	,000		,000	,000	,000
	N	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Kukuřice	Pearson Correlation	,473**	-,474**	,298	-,245	-,813**	-,713**	-,667**	,847**	1	,680**	,737**
	Sig. (2-tailed)	,003	,003	,070	,138	,000	,000	,000	,000		,000	,000
	N	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Natural 95	Pearson Correlation	,728**	-,253	-,015	,113	-,500**	-,319	-,520**	,881**	,680**	1	,970**
	Sig. (2-tailed)	,000	,125	,928	,500	,001	,051	,001	,000	,000		,000
	N	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Nafta	Pearson Correlation	,751**	-,239	,137	-,029	-,543**	-,380*	-,526**	,683**	,737**	,970**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,148	,412	,863	,000	,019	,001	,000	,000	,000	
	N	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

### Korelační analýza a regresní analýza tržeb společnosti UNIPETROL, a. s. a 4 vysvětlujících proměnných

Závislou proměnnou  $y$  jsou čtvrtletní tržby společnosti UNIPETROL, a. s. a vysvětlujícími proměnnými  $x$  je kvartální meziroční růst HDP (v %), průměrný čtvrtletní kurz CZK/EUR, průměrná cena ropy Brent v daném čtvrtletí (v USD/barel) a průměrná čtvrtletní cena nafty (v Kč/litr). Korelační analýza je zpracována za období od 1. čtvrtletí roku 2005 do 2. čtvrtletí roku 2014, přičemž vstupní data těchto veličin jsou uvedeny v příloze č. 6.

#### Korelační analýza

		Tržby	HDP	CZK/EUR	Ropa	Nafta
Tržby	Pearson Correlation	1	,109	-,260	,704**	,751**
	Sig. (2-tailed)		,516	,116	,000	,000
	N	38	38	38	38	38
HDP	Pearson Correlation	,709	1	,583**	-,300	-,239
	Sig. (2-tailed)	,516		,000	,067	,148
	N	38	38	38	38	38
CZK/EUR	Pearson Correlation	-,706	,583**	1	-,702**	-,543**
	Sig. (2-tailed)	,116	,000		,000	,000
	N	38	38	38	38	38
Ropa	Pearson Correlation	,704**	-,300	-,702**	1	,923**
	Sig. (2-tailed)	,000	,067	,000		,000
	N	38	38	38	38	38
Nafta	Pearson Correlation	,751**	-,239	-,543**	,683**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,148	,000	,000	
	N	38	38	38	38	38

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

#### Celkové shrnutí lineárního regresního modelu

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,818 <sup>a</sup>	,769	,629	2567,599

a. Predictors: (Constant), Nafta, HDP roční nárůst, CZK/EUR, Ropa

b. Dependent Variable: Tržby (v mil Kč)

#### Koeficienty lineárního regresního modelu

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-11997,018	12355,954		-,971	,034
	HDP roční nárůst	304,501	146,803	,263	2,074	,046
	CZK/EUR	408,023	449,444	,167	,908	,037
	Ropa	77,026	59,711	,441	1,290	,021
	Nafta	545,456	314,465	,497	1,735	,042

a. Dependent Variable: Tržby (v mil Kč)

## Výpočet bezrizikové sazby, tržního výnosu a Beta koeficientu

Vstupní data pro výpočet bezrizikové sazby a tržního výnosu

Období	Výnos koše 10-letých státních dluhopisů (v %)	Hodnota indexu PX (v Kč)	Výnosnost indexu PX (v %)	Období	Výnos koše 10-letých státních dluhopisů (v %)	Hodnota indexu PX (v Kč)	Výnosnost indexu PX (v %)
02/2010	4,33	1138,70	-	08/2012	2,38	952,00	6,81
03/2010	4,02	1196,80	5,10	09/2012	2,37	953,38	0,14
04/2010	3,84	1276,00	6,62	10/2012	2,24	970,88	1,84
05/2010	4,10	1176,80	-7,77	11/2012	1,92	997,31	2,72
06/2010	4,26	1103,90	-6,19	12/2012	1,92	1038,70	4,15
07/2010	3,97	1174,60	6,40	01/2013	1,96	1021,44	-1,66
08/2010	3,56	1141,10	-2,85	02/2013	2,01	1014,57	-0,67
09/2010	3,34	1131,60	-0,83	03/2013	1,98	962,86	-5,10
10/2010	3,43	1156,00	2,16	04/2013	1,82	968,02	0,54
11/2010	3,59	1107,20	-4,22	05/2013	1,67	957,86	-1,05
12/2010	3,89	1224,80	10,62	06/2013	2,14	878,27	-8,31
01/2011	3,98	1236,90	0,99	07/2013	2,23	919,41	4,68
02/2011	4,05	1244,10	0,58	08/2013	2,40	945,21	2,81
03/2011	4,05	1260,80	1,34	09/2013	2,42	957,62	1,31
04/2011	4,05	1261,00	0,02	10/2013	2,33	1015,12	6,00
05/2011	3,89	1248,90	-0,96	11/2013	2,18%	1032,26	1,69
06/2011	3,77	1225,40	-1,88	12/2013	2,20	989,04	-4,19
07/2011	3,79	1175,20	-4,10	01/2014	2,43	990,61	0,16
08/2011	3,40	1048,40	-10,79	02/2014	2,28	1015,11	2,47
09/2011	3,00	933,90	-10,92	03/2014	2,20	1006,45	-0,85
10/2011	3,14	930,30	-0,39	04/2014	2,00	1010,31	0,38
11/2011	3,67	878,90	-5,53	05/2014	1,73	1027,22	1,67
12/2011	3,70	911,10	3,66	06/2014	1,55	1009,24	-1,75
01/2012	3,39	971,30	6,61	07/2014	1,49	956,72	-5,20
02/2012	3,12	1011,70	4,16	08/2014	1,38	980,01	2,43
03/2012	3,51	973,10	-3,82	09/2014	1,21	991,40	1,16
04/2012	3,51	938,70	-3,54	10/2014	1,10	981,43	-1,01
05/2012	3,31	876,70	-6,60	11/2014	0,87	1007,17	2,62
06/2012	3,11	900,90	2,76	12/2014	0,67	946,71	-6,00
07/2012	2,60	891,30	-1,07	01/2015	0,35	955,78	0,96

*Bezriziková sazba a tržní výnos*

Ukazatel	Hodnota (v %)
Bezriziková sazba ( $r_F$ )	2,075
Tržní výnos ( $r_M$ )	2,4

*Výpočet výnosu akcie společnosti UNIPETROL, a. s.*

Období	Kurz akcie (v Kč)	Výnosnost akcie (v %)	Období	Kurz akcie (v Kč)	Výnosnost akcie (v %)	Období	Kurz akcie (v Kč)	Výnosnost akcie (v %)
02/2010	136,0	-	10/2011	172,5	0,00	06/2013	170,4	-0,47
03/2010	162,0	19,12	11/2011	170,4	-1,22	07/2013	172,0	0,94
04/2010	203,0	25,31	12/2011	170,0	-0,23	08/2013	171,1	-0,52
05/2010	198,3	-2,32	01/2012	171,0	0,59	09/2013	170,3	-0,47
06/2010	185,6	-6,40	02/2012	169,8	-0,70	10/2013	170,3	0,00
07/2010	208,6	12,39	03/2012	170,5	0,41	11/2013	169,9	-0,23
08/2010	225,2	7,96	04/2012	171,8	0,76	12/2013	167,9	-1,18
09/2010	207,1	-8,04	05/2012	167,3	-2,62	01/2014	156,0	-7,09
10/2010	199,8	-3,52	06/2012	169,6	1,37	02/2014	139,0	-10,90
11/2010	193,9	-2,95	07/2012	168,0	-0,94	03/2014	145,0	4,32
12/2010	195,0	0,57	08/2012	166,0	-1,19	04/2014	139,0	-4,14
01/2011	184,5	-5,38	09/2012	170,6	2,77	05/2014	138,0	-0,72
02/2011	174,2	-5,58	10/2012	167,0	-2,11	06/2014	129,0	-6,52
03/2011	175,0	0,46	11/2012	168,0	0,60	07/2014	127,7	-1,01
04/2011	193,0	10,29	12/2012	170,2	1,31	08/2014	126,6	-0,86
05/2011	180,1	-6,68	01/2013	168,5	-1,00	09/2014	121,9	-3,71
06/2011	174,0	-3,39	02/2013	169,0	0,30	10/2014	129,2	5,99
07/2011	171,7	-1,32	03/2013	169,5	0,30	11/2014	129,0	-0,15
08/2011	182,3	6,17	04/2013	172,0	1,47	12/2014	130,1	0,85
09/2011	172,5	-5,38	05/2013	171,2	-0,47	01/2015	137,0	5,30

Na základě znalostí výnosnosti akcie UNIPETROL (viz výše uvedená tabulka) a tržního výnosu za sledované období je možné stanovit výši Beta koeficientu podle vztahu 2.48. Výnos akcie UNIPETROL v daném období je dále označována jako  $r_{Ai}$ , střední hodnota výnosu tohoto akciového instrumentu jako  $E(r_A)$ , výnosnost tržního portfolia v příslušném období jako  $r_{Mi}$  a jeho střední hodnota tržního výnosu jako  $E(r_M)$ .

*Výpočet Beta koeficientu*

Období	$r_{Ai}-E(r_A)$	$r_{Mi}-E(r_M)$	$\frac{(r_{Ai}-E(r_A)) \cdot (r_{Mi}-E(r_M))}{(r_{Mi}-E(r_M))^2}$	$(r_{Mi}-E(r_M))^2$	Období	$r_{Ai}-E(r_A)$	$r_{Mi}-E(r_M)$	$\frac{(r_{Ai}-E(r_A)) \cdot (r_{Mi}-E(r_M))}{(r_{Mi}-E(r_M))^2}$	$(r_{Mi}-E(r_M))^2$
02/2010	-	-	-	-	08/2012	-0,01362	0,06610	-0,00090	0,00437
03/2010	0,18946	0,04902	0,00929	0,00240	09/2012	0,02599	-0,00055	-0,00001	0,00000
04/2010	0,25137	0,06418	0,01613	0,00412	10/2012	-0,02282	0,01636	-0,00037	0,00027
05/2010	-0,02487	-0,07974	0,00198	0,00636	11/2012	0,00427	0,02522	0,00011	0,00064
06/2010	-0,06576	-0,06395	0,00421	0,00409	12/2012	0,01138	0,03950	0,00045	0,00156
07/2010	0,12221	0,06205	0,00758	0,00385	01/2013	-0,01170	-0,01862	0,00022	0,00035
08/2010	0,07786	-0,03052	-0,00238	0,00093	02/2013	0,00125	-0,00873	-0,00001	0,00008
09/2010	-0,08209	-0,01033	0,00085	0,00011	03/2013	0,00124	-0,05297	-0,00007	0,00281
10/2010	-0,03696	0,01956	-0,00072	0,00038	04/2013	0,01303	0,00336	0,00004	0,00001
11/2010	-0,03125	-0,04421	0,00138	0,00195	05/2013	-0,00637	-0,01250	0,00008	0,00016
12/2010	0,00396	0,10421	0,00041	0,01086	06/2013	-0,00639	-0,08509	0,00054	0,00724
01/2011	-0,05556	0,00788	-0,00044	0,00006	07/2013	0,00767	0,04484	0,00034	0,00201
02/2011	-0,05754	0,00382	-0,00022	0,00001	08/2013	-0,00695	0,02606	-0,00018	0,00068
03/2011	0,00288	0,01142	0,00003	0,00013	09/2013	-0,00639	0,01113	-0,00007	0,00012
04/2011	0,10114	-0,00184	-0,00019	0,00000	10/2013	-0,00172	0,05804	-0,00010	0,00337
05/2011	-0,06856	-0,01160	0,00079	0,00013	11/2013	-0,00406	0,01488	-0,00006	0,00022
06/2011	-0,03559	-0,02082	0,00074	0,00043	12/2013	-0,01349	-0,04387	0,00059	0,00192
07/2011	-0,01493	-0,04297	0,00064	0,00185	01/2014	-0,07259	-0,00041	0,00003	0,00000
08/2011	0,06002	-0,10990	-0,00660	0,01208	02/2014	-0,11069	0,02273	-0,00252	0,00052
09/2011	-0,05547	-0,11121	0,00617	0,01237	03/2014	0,04145	-0,01053	-0,00044	0,00011
10/2011	-0,00172	-0,00585	0,00001	0,00003	04/2014	-0,04310	0,00184	-0,00008	0,00000
11/2011	-0,01389	-0,05725	0,00080	0,00328	05/2014	-0,00891	0,01474	-0,00013	0,00022
12/2011	-0,00406	0,03464	-0,00014	0,00120	06/2014	-0,06693	-0,01950	0,00131	0,00038
01/2012	0,00417	0,06407	0,00027	0,00411	07/2014	-0,01179	-0,05404	0,00064	0,00292
02/2012	-0,00873	0,03959	-0,00035	0,00157	08/2014	-0,01033	0,02234	-0,00023	0,00050
03/2012	0,00241	-0,04015	-0,00010	0,00161	09/2014	-0,03884	0,00962	-0,00037	0,00009
04/2012	0,00591	-0,03735	-0,00022	0,00140	10/2014	0,05817	-0,01206	-0,00070	0,00015
05/2012	-0,02791	-0,06805	0,00190	0,00463	11/2014	-0,00326	0,02423	-0,00008	0,00059
06/2012	0,01203	0,02560	0,00031	0,00066	12/2014	0,00681	-0,06203	-0,00042	0,00385
07/2012	-0,01115	-0,01266	0,00014	0,00016	01/2015	0,05132	0,00758	0,00039	0,00006

*Beta koeficient*

Ukazatel	Hodnota
Kovariance	0,00068
Rozptyl	0,001965
$\beta$	1,2035



**Analýza citlivosti vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL**

*Analýza citlivosti vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL stanovena na základě ziskového modelu*

*P/E ratio (v %)*

Změna faktoru	Parametr $\alpha$										
	-9 %	-7 %	-5 %	-3 %	-1 %	0 %	1 %	3 %	5 %	7 %	9 %
Míra růstu čistého zisku	4,73	3,60	2,52	1,48	0,48	0,00	-0,47	-1,39	-2,27	-3,12	-3,94
Požadovaná míra výnosnosti	-0,20	-0,15	-0,11	-0,07	-0,02	0,00	0,02	0,07	0,11	0,15	0,20
Dividendový výplatní poměr	-9,00	-7,00	-5,00	-3,00	-1,00	0,00	1,00	3,00	5,00	7,00	9,00

*Analýza citlivosti vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL stanovena na základě ziskového modelu*

*P/BV ratio (v %)*

Změna faktoru	Parametr $\alpha$										
	-9 %	-7 %	-5 %	-3 %	-1 %	0 %	1 %	3 %	5 %	7 %	9 %
Míra růstu čistého zisku	10,04	7,64	5,34	3,14	1,02	0,00	-1,00	-2,95	-4,83	-6,63	-8,36
Požadovaná míra výnosnosti	-0,20	-0,15	-0,11	-0,07	-0,02	0,00	0,02	0,07	0,11	0,15	0,20
Prognózována účetní hodnota na akcii	-9,00	-7,00	-5,00	-3,00	-1,00	0,00	1,00	3,00	5,00	7,00	9,00
Dividendový výplatní poměr	-9,00	-7,00	-5,00	-3,00	-1,00	0,00	1,00	3,00	5,00	7,00	9,00
Čistý zisk	-9,00	-7,00	-5,00	-3,00	-1,00	0,00	1,00	3,00	5,00	7,00	9,00
Vlastní kapitál	9,89	7,53	5,26	3,09	1,01	0,00	-0,99	-2,91	-4,76	-6,54	-8,26

*Analýza citlivosti vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL stanovena na základě modelu účetní*

*hodnoty (v %)*

Změna faktoru	Parametr $\alpha$										
	-9 %	-7 %	-5 %	-3 %	-1 %	0 %	1 %	3 %	5 %	7 %	9 %
Aktiva	-15,90	-12,37	-8,83	-5,30	-1,77	0,00	1,77	5,30	8,83	12,37	15,90
Cizí zdroje	6,90	5,37	3,83	2,30	0,77	0,00	-0,77	-2,30	-3,83	-5,37	-6,90
Počet emitovaných akcií	9,89	7,53	5,26%	3,09	1,01	0,00	-0,99	-2,91	-4,76	-6,54	-8,26

*Analýza citlivosti vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL stanovena na základě historického modelu P/S (v %)*

Změna faktoru	Parametr $\alpha$										
	-9 %	-7 %	-5 %	-3 %	-1 %	0 %	1 %	3 %	5 %	7 %	9 %
Průměrný historický kurz akcie	-9,00	-7,00	-5,00	-3,00	-1,00	0,00	1,00	3,00	5,00	7,00	9,00
Průměrné historické tržby na akcii	9,89	7,53	5,26	3,09	1,01	0,00	-0,99	-2,91	-4,76	-6,54	-8,26
Prognózované tržby	-9,00	-7,00	-5,00	-3,00	-1,00	0,00	1,00	3,00	5,00	7,00	9,00
z toho:											
Očekávané tržby v 3. čtvrtletí dle historického geometrického průměru	-1,21	-0,94	-0,67	-0,40	-0,13	0,00	0,13	0,40	0,67	0,94	1,21
Očekávané tržby v 4. čtvrtletí dle historického geometrického průměru	-1,24	-0,97	-0,69	-0,41	-0,14	0,00	0,14	0,41	0,69	0,97	1,24
Očekávané tržby v 3. čtvrtletí dle lineární regrese	-1,04	-0,81	-0,58	-0,35	-0,12	0,00	0,12	0,35	0,58	0,81	1,04
Očekávané tržby v 4. čtvrtletí dle lineární regrese	-1,05	-0,82	-0,59	-0,35	-0,12	0,00	0,12	0,35	0,59	0,82	1,05
z toho:											
HDP v 3. čtvrtletí	-0,03	-0,02	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,02	0,03
HDP v 4. čtvrtletí	-0,02	-0,02	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,02	0,02
CZK/EUR v 3. čtvrtletí	-0,41	-0,32	-0,23	-0,14	-0,05	0,00	0,05	0,14	0,2	0,32	0,41
CZK/EUR v 4. čtvrtletí	-0,41	-0,32	-0,23	-0,14	-0,05	0,00	0,05	0,14	0,23	0,32	0,41
Ropa Brent v 3. čtvrtletí	-0,32	-0,25	-0,18	-0,11	-0,04	0,00	0,04	0,11	0,18	0,25	0,32
Ropa Brent v 4. čtvrtletí	-0,33	-0,26	-0,18	-0,11	-0,04	0,00	0,04	0,11	0,18	0,26	0,33
Nafta v 3. čtvrtletí	-0,72	-0,56	-0,40	-0,24	-0,08	0,00	0,08	0,24	0,40	0,56	0,72
Nafta v 4. čtvrtletí	-0,73	-0,57	-0,41	-0,24	-0,08	0,00	0,08	0,24	0,41	0,57	0,73

*Analýza citlivosti vnitřní hodnoty akcie UNIPETROL stanovena na základě historického modelu P/BV (v %)*

Změna faktoru	Parametr $\alpha$										
	-9 %	-7 %	-5 %	-3 %	-1 %	0 %	1 %	3 %	5 %	7 %	9 %
Prognózována účetní hodnota na akcii	-9,00	-7,00	-5,00	-3,00	-1,00	0,00	1,00	3,00	5,00	7,00	9,00
Průměrný historický kurz akcie	-9,00	-7,00	-5,00	-3,00	-1,00	0,00	1,00	3,00	5,00	7,00	9,00
Průměrná historická účetní hodnota na akcii	9,89	7,53	5,26	3,09	1,01	0,00	-0,99	-2,91	-4,76	-6,54	-8,26
z toho:											
Průměrná historická hodnota aktiv na akcii	17,89	13,39	9,21	5,33	1,72	0,00	-1,66	-4,82	-7,78	-10,56	-13,18
Průměrná historická hodnota cizích zdrojů na akcii	-5,82	-4,58	-3,32	-2,02	-0,68	0,00	0,69	2,10	3,55	5,05	6,58